



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

---

---

FACULTAD DE ECONOMÍA

**“IMPLEMENTACIÓN DEL BENCHMARKING  
EN EL MERCADO ACCIONARIO DE MÉXICO”**

TESINA  
QUE PARA OBTENER EL TÍTULO DE:  
LICENCIADO EN ECONOMÍA

PRESENTA:  
ADRIÁN BERLANGA RAMSEIER

ASESOR:  
DR. EDUARDO RAMÍREZ CEDILLO



Ciudad Universitaria, CDMX, julio 2020



Universidad Nacional  
Autónoma de México



**UNAM – Dirección General de Bibliotecas**  
**Tesis Digitales**  
**Restricciones de uso**

**DERECHOS RESERVADOS ©**  
**PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL**

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

# **IMPLEMENTACIÓN DEL BENCHMARKING EN EL MERCADO ACCIONARIO DE MÉXICO**

## **ÍNDICE**

<b>INTRODUCCIÓN</b>	<b>4</b>
<b>CAPÍTULO 1: ASPECTOS TEÓRICOS ALREDEDOR DEL MERCADO ACCIONARIO</b>	<b>8</b>
1.1 TEORÍA DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO	9
1.2 FUNCIONALIDAD DEL MERCADO ACCIONARIO	14
1.3 IMPORTANCIA DEL MERCADO ACCIONARIO	29
1.4 PRINCIPALES ELEMENTOS DEL MERCADO ACCIONARIO	32
1.5 MARCO INSTITUCIONAL Y REGULATORIO	36
1.6 INSTRUMENTOS FINANCIEROS DEL MERCADO DE CAPITALS	38
1.7 EVIDENCIA EMPÍRICA	42
<b>CAPÍTULO 2: MERCADO ACCIONARIO EN ESTADOS UNIDOS</b>	<b>48</b>
2.1 PARTICULARIDADES DEL MERCADO ACCIONARIO	48
2.2 MARCO INSTITUCIONAL	55
2.3 MARCO REGULATORIO	61
2.4 EVIDENCIA EMPÍRICA EN ESTADOS UNIDOS	65
<b>CAPÍTULO 3: MERCADO ACCIONARIO EN MÉXICO</b>	<b>72</b>
3.1 PARTICULARIDADES DEL MERCADO	72
3.2 INSTITUCIONES REGULATORIAS	83
3.3 MARCO REGULATORIO	86
3.4 EVIDENCIA EMPÍRICA EN MÉXICO	88
<b>CAPÍTULO 4. BENCHMARKING</b>	<b>95</b>
4.1 FUNDAMENTOS TEÓRICOS DEL BENCHMARKING	96
4.2 APLICACIÓN DEL BENCHMARKING A LOS MERCADOS ACCIONARIOS	99
<b>CAPÍTULO 5. PROPUESTA A TRAVÉS DEL BENCHMARKING PARA EL MERCADO MEXICANO</b>	<b>102</b>
5.1 DIFERENCIAS ENTRE EL MERCADO MEXICANO Y ESTADOUNIDENSE	103
5.2 PROPUESTA DE ALTERNATIVAS	108
<b>CONCLUSIONES</b>	<b>113</b>
<b>BIBLIOGRAFÍA</b>	<b>115</b>

## ÍNDICE DE GRÁFICAS

<b>CAPÍTULO 2: MERCADO ACCIONARIO EN ESTADOS UNIDOS</b>	<b>48</b>
GRÁFICA 2.4.1:1 TAMAÑO DEL MERCADO ACCIONARIO EN ESTADOS UNIDOS (% PIB)	66
GRÁFICA 2.4.2:1 GRADO DE LIQUIDEZ EN EL MERCADO ESTADOUNIDENSE .....	66
GRÁFICA 2.4.3:1 AHORRO INTERNO BRUTO EN ESTADOS UNIDOS (% PIB) .....	68
GRÁFICA 2.4.4:1 TASA DE INTERÉS ACTIVA EN ESTADOS UNIDOS (PUNTOS PORCENTUALES) .....	68
GRÁFICA 2.4.4:2 TASA DE INTERÉS REAL EN ESTADOS UNIDOS (PUNTOS PORCENTUALES) .....	70
<b>CAPÍTULO 3: MERCADO ACCIONARIO EN MÉXICO</b>	<b>72</b>
GRÁFICA 3.4.1:1 TAMAÑO DEL MERCADO ACCIONARIO EN MÉXICO (% PIB) .....	89
GRÁFICA 3.4.2:1 GRADO DE LIQUIDEZ DEL MERCADO MEXICANO .....	90
GRÁFICA 3.4.3:1 AHORRO INTERNO EN MÉXICO (% PIB) .....	91
GRÁFICA 3.4.4:1 TASA DE INTERÉS ACTIVA EN MÉXICO (PUNTOS PORCENTUALES) ....	92
GRÁFICA 3.4.4:2 TASA DE INTERÉS REAL EN MÉXICO (PUNTOS PORCENTUALES) .....	93

## **INTRODUCCIÓN**

El mercado accionario es una parte importante de la economía de un país pues permite la inversión en diversas empresas y la generación de valor para aquellos que desean dar un buen uso a su dinero. Su desarrollo en los últimos años ha favorecido a muchas economías y es un posible detonador para un crecimiento económico sostenido y fuerte.

Cada mercado cuenta con sus características únicas y que lo clasifican a cierto nivel dentro del mundo financiero. En este trabajo, se busca identificar estas características a través del análisis del marco regulatorio e institucional y de distintos indicadores económicos como el tamaño del mercado accionario, el grado de liquidez, el ahorro interno bruto y las tasas de interés.

Esto permitirá medir el grado de desarrollo que tiene cada mercado y servirá como base para proponer una serie de alternativas a través del benchmarking. Este tipo de prácticas, según Spendolini (1994), son un proceso sistemático y continuo de evaluación de productos, servicios y procesos de trabajo con base en las organizaciones representantes de las mejores prácticas y con el propósito de realizar mejoras organizacionales.

Han sido utilizadas mayormente por las empresas, pero gracias a su flexibilidad y con las debidas modificaciones se han extendido a otros ámbitos. Para esto es importante conocer la teoría acerca de estas prácticas pues permite mejorar su entendimiento y que las alternativas planteadas tengan el mayor impacto posible en el desarrollo y fortalecimiento del mercado accionario de México.

Muchas economías como la estadounidense, inglesa o japonesa cuentan con mercados accionarios dominantes a nivel internacional. Según datos del Banco Mundial, el valor de capitalización de la Bolsa de Nueva York, el más alto entre las bolsas de valores, representó el 25.72% del PIB mundial en el 2016, mientras que la Bolsa de Tokio representó el 5.9% en el mismo año.

Esto les ha permitido a las empresas que integran estos mercados continuar captando grandes inversiones para seguir con sus actividades. Asimismo, ha contribuido a crear conciencia en las personas a ahorrar o invertir su dinero.

Sin embargo, el caso mexicano se encuentra alejado de estos mercados tan importantes. La Bolsa Mexicana cuenta con el segundo valor de capitalización más grande de América Latina, el cual representa el 0.55% del PIB mundial. Por otra parte, la Bolsa de Brasil que es la más grande en esta región, representa el 1.02% del PIB mundial.

El valor de capitalización de la Bolsa Mexicana de Valores se encuentra lejos de las principales bolsas mundiales y su crecimiento se encuentra limitado, ya que solo cuenta con 144 empresas listadas y se presenta una problemática para integrar más empresas.

Otro problema que presenta el mercado es que la educación financiera no es la suficiente dentro de la sociedad, lo que lleva a muchos mexicanos a preferir opciones débiles para su dinero como el ahorro informal o la simple apertura de una cuenta de banco. Según la Encuesta Nacional de Inclusión Financiera, en el 2012, el ahorro mediante sociedades no financieras representaba un poco más del 35.2% del ahorro bruto total en México y el ahorro en los hogares aumentó hasta el 63.3% del ahorro bruto total.

Los factores son diversos y obstruyen la integración del mercado accionario a la vida cotidiana de los mexicanos. A fin de identificar las principales causas se pretende analizar a partir de un mercado muy evolucionado y que parece ser accesible y fácil de entender por sus usuarios.

En este caso se hace referencia al mercado accionario en Estados Unidos, país con mercados de valores de grandes volúmenes como NASDAQ y NYSE, y que encuentra su fortaleza en las facilidades de crédito, las leyes que lo rigen y una gran diversidad de opciones para invertir.

A esto se añade la existencia de una institución independiente al gobierno estadounidense responsable de vigilar el cumplimiento de las leyes federales que

rigen el mercado de valores como la US Securities and Exchange Commission. Esta institución ofrece seguridad a los inversores y garantiza la igualdad de condiciones a la hora de invertir.

El caso mexicano se encuentra lejos de lo que representa un mercado accionario fuerte capaz de influir de manera directa en la economía y el panorama no parece cambiar en el futuro, por lo que una mirada a otras bolsas de valores exitosas para implementar un proceso de crecimiento parecido sería una alternativa posible.

El objetivo general de este trabajo es analizar e identificar las fortalezas y capacidades del mercado accionario de Estados Unidos para que, mediante prácticas de benchmarking, se pueda idear una alternativa posible para el mercado accionario mexicano que lo lleve a ser un impulsor del crecimiento y del desarrollo económico en el país.

Como objetivo secundario se pretende revisar la teoría acerca de los mercados accionario para una mejor comprensión y para tener presente las distintas maneras en las que éstos pueden influir en la economía, así como en el desarrollo de la sociedad.

Por esto en el segundo capítulo se busca analizar el mercado accionario en Estados Unidos, sus principales bolsas de valores y la participación de la sociedad en aspectos financieros. Se busca identificar las fortalezas e implementaciones en este mercado para llevarlas al caso de México.

En el tercer capítulo también se debe analizar el mercado accionario en México para identificar las posibles oportunidades y los aspectos a mejorar a través de las fortalezas en el mercado estadounidense. Las oportunidades irán canalizadas a alcanzar un crecimiento económico mediante el impulso del mercado, así como un sistema financiero más fuerte y accesible para la sociedad.

En el cuarto capítulo se estudiará la teoría e historia de las prácticas de benchmarking, así como los tipos de benchmarking que existen y su aplicación al mercado accionario para posteriormente en el quinto capítulo poder idear una alternativa a través del benchmarking para el mercado accionario mexicano.

Es importante recalcar que el objetivo de aplicar benchmarking no es la copia de las mismas prácticas, sino buscar la manera en que se pueda emplear para el caso mexicano o inclusive mejorar esas prácticas.

## **CAPÍTULO 1: ASPECTOS TEÓRICOS ALREDEDOR DEL MERCADO ACCIONARIO**

El presente capítulo busca sentar las bases a este trabajo con una introducción a los mercados accionarios y su influencia dentro del crecimiento económico. Para realizar esto se estudiará la teoría alrededor del crecimiento económico y la funcionalidad que tiene el mercado accionario dentro de la economía. Se estudiarán las diversas teorías acerca de la funcionalidad, importancia y maneras de influenciar dentro del crecimiento económico.

Comprender la teoría sobre los mercados accionarios permitirá identificar las diversas funciones claves del mercado para influir en el crecimiento y desarrollo económico. Una vez identificadas, se facilitará realizar una propuesta a través de benchmarking que busque cumplir con estas funciones y que sea más efectiva.

Posteriormente se pretende analizar los elementos que conforman al mercado accionario, así como el funcionamiento de estos en conjunto. Esto permitirá conocer más acerca de su funcionalidad y permitirá identificar posibles oportunidades o puntos de debilidad que tenga el mercado.

Se analizarán también los diversos instrumentos financieros que existen dentro de un mercado de este tipo para observar las posibilidades de inversión y diversificación de riesgo. Esto otorgará un punto de comparación entre el mercado estadounidense y el mexicano. A este punto de comparación se le busca añadir el estudio del marco regulatorio e institucional que rige sobre ellos. Teniendo en cuenta el marco que existe en ambos países se pueden identificar las diferencias que existen y para observar la influencia que cada marco tiene sobre el mercado.

Se busca complementar el trabajo con el estudio de la evidencia empírica. Diversos indicadores pueden mostrar el grado de desarrollo de los mercados accionarios y se utilizarán para distinguir fortalezas y debilidades. Dentro del análisis se estudiará el concepto de cada uno y su influencia dentro del mercado accionario. La evidencia empírica se analizará a través del tamaño del mercado accionario, el grado de liquidez, el ahorro interno bruto y la tasa de interés.

Se analizará su comportamiento en el periodo de 2008 a 2017 en el caso de Estados Unidos y de México para tratar de identificar las relaciones que se dan entre el crecimiento económico y el mercado accionario.

Todo esto en conjunto permitirá un primer vistazo al mercado accionario y su rol dentro de una economía. Se trata de buscar la influencia que puede tener un mercado de este tipo y los elementos o características que permiten aumentar esa influencia dentro de la economía.

### **1.1 Teoría del crecimiento económico**

La ciencia económica ha planteado que el mejoramiento en los acuerdos financieros precede y contribuye al crecimiento económico. Las finanzas son importantes para el crecimiento porque incluyen la transferencia de fondos en el intercambio de bienes, servicios o las promesas de rentabilidad futura. El conjunto de instituciones que integran los planes financieros debe cumplir entonces las siguientes funciones claves:

- a) Movilización del ahorro
- b) Colocación de fondos de capital para financiar inversiones productivas
- c) Monitoreo de administradores para el gasto adecuado
- d) Transformación de riesgos, reduciéndolos a través de agregados y permitiendo que sean absorbidos por aquellos más capaces de soportarlo.

El crecimiento económico se define como el aumento de valor de la producción de un país en términos reales en cierto periodo de tiempo. Si se asume que un incremento en la actividad económica eleva el nivel de bienestar de la sociedad, una economía en crecimiento implicará un aumento en los niveles de vida de la población, un mejoramiento de las expectativas de los agentes económicos y la involucración de la nación en un círculo virtuoso.

Han existido diversos esfuerzos intelectuales por resolver el problema del crecimiento económico. La preocupación se ha centrado en el estudio de los mercados y al sistema de precios como asignación óptima de los recursos.

Se generalizó la idea de crecimiento económico constante con la Revolución Industrial. Hasta finales del Siglo XIX el proceso de industrialización europea coincidió con una expansión del comercio internacional bajo la premisa del liberalismo. La idea de la iniciativa privada y la libre competencia generó el despegue económico del capitalismo en sus primeras fases.

El análisis del crecimiento económico en la teoría económica formal tiene poco tiempo. Anteriormente, la preocupación quedaba ligada al desarrollo económico, mientras que a principios del Siglo XX el interés se centraba en problemas de carácter estático. A partir de la Segunda Guerra Mundial, los teóricos se concentraron más en las fluctuaciones económicas en el corto plazo.

Fue a partir de la década de los cincuenta que el crecimiento económico se ubicó en el centro de los intereses de los economistas y de los objetivos de la política, trascendiendo el interés por los problemas de desarrollo y las desigualdades estructurales y sociales.

Según Schumpeter (1978) los grandes descubrimientos e inventos producidos periódicamente provocan repentinos aumentos en la tasa de beneficios del capital y la inversión. Los beneficios comienzan a disminuir conforme se extienden los nuevos conocimientos y se imitan las nuevas tecnologías, hasta que una nueva oleada de descubrimientos impulse una nueva fase expansiva.

Así es como el crecimiento económico se hace compatible con la ley de los rendimientos y la realidad. Schumpeter proponía que el desarrollo financiero era importante para el progreso tecnológico y el crecimiento económico de largo plazo.

Los avances de estudios en torno a este vínculo han sido varios y encierran distintas problemáticas desde la definición de las variables hasta el planteamiento matemático. Así se ha convertido la economía del crecimiento en una parte primordial de la teoría económica moderna y ha sido un debate constante entre las distintas escuelas de pensamiento.

Roy Harrod (1939, pp. 14-33) comienza con el interés por la teoría de crecimiento. Harrod subrayó la posibilidad de un crecimiento sostenido y sus dificultades. En su

modelo de crecimiento se asignan papeles específicos a la acumulación de capital, a la fuerza de trabajo y al progreso técnico. También examinó el papel de las expectativas y las posibilidades de inestabilidad consiguientes.

Le siguió Evsey Domar (1962, pp. 137-147) con un modelo básico y similar al de Harrod. El modelo Harrod-Domar abrió nuevos caminos en la teoría de crecimiento e intensificó el estudio.

Posteriormente hubo estudios que establecían la existencia de una relación estrecha entre la distribución del ingreso y la tasa de crecimiento económico. Estas relaciones fueron investigadas por economistas como Nicholas Kaldor y Joan Robinson.

Robinson (1952, pp. 67-142) presentó un importante enfoque a la teoría de crecimiento en su contribución clásica. Hace hincapié en los elementos que impulsan el crecimiento económico a través de la acumulación del capital.

Este autor aísla los determinantes del crecimiento con equilibrio y los agrupa en distintas clases, como condiciones técnicas, políticas de inversión, condiciones de austeridad, condiciones de la competencia, negociación salarial y las condiciones financieras. Describe además varios modelos de procesos de crecimiento con equilibrio, con distintos supuestos.

Solow y Swan introdujeron posteriormente el uso de una función de producción neoclásica en el análisis del proceso de crecimiento. Los supuestos de sustitución entre los factores productivos dan al proceso de crecimiento una capacidad de ajuste que se explora ampliamente en estos modelos.

Se demuestra que las rutas de crecimiento uniforme son estables y se determina la tasa de crecimiento económico a largo plazo por el crecimiento demográfico y el progreso técnico, mientras que la tasa de ahorro no influye. Dado que la tasa de crecimiento se fija de esta forma, la única elección restante es el nivel absoluto.

Los modelos de crecimiento de Solow y Swan parten en general de postular la existencia de una función de producción de dos factores (capital y trabajo) con rendimientos constantes a escala y rendimientos decrecientes de cada factor.

Apuntan a demostrar que, sin progreso tecnológico, a largo plazo la tasa de crecimiento por habitante de una economía tiene a cero. Esto guarda relación con el carácter decreciente de la productividad marginal del capital. En efecto, tal supuesto implica que la acumulación de este factor traerá consigo la disminución de su rendimiento y desalentará la inversión real.

Esta última alcanzará apenas para cubrir la depreciación del capital y para equipar la nueva mano de obra que se vaya incorporando a la producción. Así se define un estado de crecimiento estable en que el producto de la economía crece al ritmo de la población. Los modelos mencionados demuestran que para lograr un ritmo de crecimiento mayor se requerirá un cambio tecnológico exógeno al sistema económico.

Swan (1963) demuestra el carácter restrictivo de los supuestos necesarios para un crecimiento uniforme, en particular los que se refieren al carácter del progreso técnico.

El estudio de Amartya Sen de 1965 se concentra en aspectos distintos de la teoría moderna de crecimiento. Su atención se concentra en los problemas de ajuste planteados por la trampa keynesiana de liquidez y en el problema de expectativas empresariales, a las que no se les asigna ningún papel en los modelos neoclásicos, donde se supone que la inversión planeada se determina por el ahorro planeado.

Se demuestra que es una ineficiencia de los modelos neoclásicos y se sostiene que el problema de la inestabilidad de Harrod se elimina en el modelo de Solow-Swan por quitar la función de inversión independiente.

La mayoría de estos modelos solo cuentan con un sector. Al introducir dos sectores en el modelo se presentan diversas problemáticas a la posibilidad del crecimiento sostenido y su estabilidad. En un ensayo de Uzawa (1965, pp. 18-31) se plantea el problema y se le dio una solución parcial. Solow presentó la esencia del modelo de Uzawa y extendió los resultados.

En 1938, John Von Neumann presentaba un ensayo sobre el crecimiento económico en un contexto de equilibrio general. A través de restricciones a la

tecnología, obtuvo resultados notables acerca del crecimiento en general y acerca de la tasa de crecimiento máxima posible. La importancia de la ruta de crecimiento máximo reside en el hecho de que resulta conveniente seguirla aun cuando los objetivos finales sean distintos.

Nicholas Kaldor aportó varias ideas sobre la economía del crecimiento. Produjo un análisis de un proceso inducido de progreso tecnológico. Su ensayo en 1962 es un desarrollo de sus anteriores modelos con una formulación clara del progreso tecnológico inducido por la inversión y la heterogeneidad del capital.

La Escuela Austríaca establece que la investigación sobre los límites al crecimiento económico por parte de físicos que ignoraban la economía ha sido deficiente. Un análisis correcto de los límites físicos al crecimiento solo es posible si uno aprecia la contribución de Hayek en 1976, según la cual lo que un sistema económico produce más que cosas materiales es un conocimiento inmaterial.

Por otra parte, en la década de los ochenta, un grupo de teóricos del crecimiento liderados por Paul Romer mostraron su insatisfacción en las explicaciones que se ofrecían hasta entonces con variables exógenas al crecimiento de largo plazo en las economías. Ello generó la construcción de modelos de crecimiento económico en los que los determinantes del crecimiento eran variables endógenas.

En esta teoría del crecimiento endógeno se le otorga un papel importante al capital humano para mejorar la productividad y el crecimiento económico. El modelo de Romer (1986, p. 1'002) estableció que mediante externalidades se generaban convergencias hacia un mayor crecimiento económico en el largo plazo.

De esta manera, el conocimiento se vuelve un factor acumulable para el crecimiento, sin el cual el capital físico no se ajusta a lo que requiere el entorno económico. Romer (1986, p. 1'037) establecía al conocimiento como un factor de producción y con el cual se aumentaba la productividad marginal. El conocimiento, según Romer, permite mejorar la situación de las empresas y establece un crecimiento dentro del conjunto sistémico de la economía.

Por último, el análisis de Thirlwall en 1979 es la base del sustento teórico de la noción de que la balanza de pagos establece un tope o límite máximo a la tasa de expansión de la actividad económica de largo plazo. Este autor introdujo un modelo macroeconómico teórico simple que en esencia ubicaba el análisis de Harrod del multiplicador de comercio exterior en un marco dinámico.

Concluye que en el largo plazo la tasa de expansión de la demanda agregada, y por tanto de la actividad económica nacional, está restringida por la disponibilidad de divisas.

El marco analítico derivado de esta aportación comenzó a conocerse como modelo de crecimiento restringido por la balanza de pagos y subraya la enorme importancia de la demanda agregada en el proceso de crecimiento económico.

Este enfoque contrasta con la perspectiva neoclásica convencional que considera el progreso técnico y la oferta de los factores de la producción como elementos determinantes del crecimiento económico de largo plazo, mientras que resta importancia a la demanda agregada y a las restricciones financieras.

Diversas escuelas de pensamiento económico han buscado una manera de explicar el crecimiento económico y muchas han optado por el uso de modelos económicos con supuestos. Estos modelos son relevantes para este trabajo, ya que permiten identificar las funciones que podrían tener influencia en el crecimiento económico y generan una primera idea sobre el objetivo que debe seguir la propuesta de benchmarking.

## **1.2 Funcionalidad del mercado accionario**

El proceso que relaciona a las finanzas y el crecimiento económico sigue una serie de etapas. En primera parte, se presentan fricciones de mercado en forma de costos de información y de transacción.

Estas fricciones son combatidas por intermediarios como los mercados financieros que, al desempeñar las funciones financieras de movilización de ahorros, asignación de recursos, control de las empresas, permitir la gestión de riesgo y

facilitar el intercambio de bienes y contratos, logran influir en los factores de crecimiento mencionados anteriormente. Esto tiene como resultado el crecimiento económico.

Diario se escucha en los medios de comunicación el comportamiento del mercado accionario. Es información relevante para todos los agentes económicos y sus acciones futuras. Sin embargo, poco se sabe acerca de este tipo de mercados, su función y su relación dentro de la economía.

Esto es de suma importancia, pues para muchas economías emergentes, contar con un mercado accionario sano y que proporcione los servicios esenciales de calidad puede ser una de las palancas primordiales para impulsar el crecimiento económico.

La teoría de los economistas acerca de la relación entre el mercado y el crecimiento económico difiere entre las distintas escuelas de pensamiento. Algunas teorías exponen que el desarrollo de estos mercados fue básico para el inicio de la industrialización en Inglaterra al facilitar la movilización de capital para las grandes inversiones.

Otros como Schumpeter (1912, p. 74) sostenían que el buen funcionamiento de los bancos estimula la innovación tecnológica al identificar y financiar a los empresarios mejor preparados para crear de manera exitosa productos innovadores y mecanismos de producción.

Ante esto, Joan Robinson (1952, p. 86) declaraba que “donde rigen las empresas, surgen las finanzas”. Con esta afirmación suponía que el desarrollo económico crea una demanda de distintos tipos de mecanismos financieros y el mercado responde automáticamente frente a esta demanda.

Robert Lucas (1988, p. 6) sostiene que los economistas asignan una importancia excesiva a los factores financieros en el crecimiento económico, en tanto que muchas veces los economistas ni siquiera mencionan el papel del sistema financiero. La teoría financiera moderna indica que los instrumentos financieros, los

mercados y las instituciones surgen para mitigar los efectos que causan los costos de información y los costos de transacción.

Distintos análisis muestran que los mercados accionarios, en su eficiencia por reducir los costos de información y transacción, tienen una influencia directa en las tasas de ahorro, las decisiones sobre inversión, la innovación tecnológica y las tasas de interés a largo plazo.

En este subcapítulo se busca observar la funcionalidad de los mercados y su influencia dentro del crecimiento económico. Se pretenden analizar los vínculos existentes entre el crecimiento y las funciones proporcionadas por el mercado, ya que permiten la facilitación del comercio de riesgo, asignación de capital, movilización del ahorro y la liberalización del comercio de bienes, servicios y contratos financieros. Esto debido a que existen diferencias entre países y épocas en cuanto a la calidad de servicios financieros y los instrumentos o instituciones financieras presentes.

Una condición en los mercados establece que los costos para acceder a la información, cumplimiento de contratos e intercambio de bienes y activos financieros genera el surgimiento de instituciones y los mercados financieros. Kenneth Arrow (1964, pp. 91-96) propuso un modelo de crédito condicional que no contemplaba los costos de información ni existía la necesidad de un sistema financiero que destine recursos a la investigación de proyectos y que facilite las transacciones.

Sin embargo, las instituciones financieras surgen cuando se originan fricciones vinculadas con la información y las transacciones. Por ello, se asegura que los diferentes tipos y combinaciones de costos de información y transacción promueven el surgimiento de tipos de instituciones, contratos y mercados financieros.

Cuando se atacan los costos de transacción y de información, los mercados cumplen con su función esencial. Esta función es la asignación de recursos en un contexto incierto (Merton y Bodie, 1995). Es sabido que ciertas fricciones del mercado inducen el surgimiento de mercados y de intermediarios financieros que

llevan a cabo estas operaciones. Los conductos mediante los cuales las funciones financieras pueden afectar el crecimiento económico son la acumulación de capital y la innovación tecnológica.

La acumulación de capital físico ha sido considerada desde los economistas clásicos como el motor del crecimiento económico. Durante una época, se introdujo la idea de los retornos marginales decrecientes.

En 1956, Robert Solow establece que sólo hay crecimiento sostenido cuando existe el progreso tecnológico. Si no se presenta, las mejoras en la tecnología contrarrestan continuamente la acumulación de capital y como resultado, crece la productividad de trabajo directa e indirectamente.

En 1957, Solow presentó una estimación de las contribuciones relativas de la acumulación de capital y el progreso tecnológico al crecimiento económico de Estados Unidos en el periodo de 1909-1949. Una octava parte del crecimiento total de la productividad por hora-hombre se atribuyó a la acumulación de capital. El restante se imputó a desplazamientos de la función de producción.

Con estas contribuciones surgen los primeros modelos financieros que contemplan la acumulación de capital y el desarrollo financiero. Se propuso un modelo que utiliza externalidades de capital mediante el uso de rendimientos constantes a escala, pero sin el uso de factores no reproducibles para generar un crecimiento per cápita de estado estable (Romer, 1986, p. 71).

En este modelo, las funciones desempeñadas por el sistema financiero afectan el crecimiento de estado estacionario al influir en los niveles de formación de capital. El sistema financiero afecta a la acumulación de capital al alterar las tasas de ahorro o reasignar el ahorro entre las distintas tecnologías que producen el capital.

Con relación a la innovación tecnológica, un modelo de crecimiento se centra en la invención de nuevos métodos de producción y bienes (Aghion y Howitt, 1992, p. 323). En este modelo las funciones que desempeña el sistema financiero afectan al crecimiento de estado estacionario al alterar el ritmo de innovación tecnológica.

A continuación, se presentan las distintas funcionalidades que tiene el mercado para influir en el crecimiento económico y la teoría alrededor de cada una se presenta a continuación:

- A) Reducción del riesgo
- B) Adquisición de información sobre inversiones y asignación de recursos
- C) Supervisión de administradores y control de las empresas
- D) Movilización del ahorro
- E) Facilitación del intercambio

La propuesta que se pretende idear para el mercado mexicano debe incluir estas funcionalidades como objetivo central, pues a través del mejoramiento de ellas se permitirá el mayor desarrollo de otros sectores de la economía y se aumentará la influencia sobre el crecimiento económico.

#### **A) Reducción del riesgo**

Las empresas que acceden a los mercados financieros pueden poseer un cierto riesgo e incertidumbre mayor, que se ven reflejados en los activos financieros que emiten. Los inversionistas deben considerar estos riesgos pues no pueden estar totalmente seguros de obtener un reembolso.

Debido al surgimiento de los costos de transacción y de información se pueden establecer mercados e instituciones financieras que faciliten el intercambio, la cobertura y el control de los riesgos. Levine (1997, pp. 688-726) afirma que los riesgos más importantes son el de liquidez y el de idiosincrasia.

El término de liquidez se refiere a la facilidad y rapidez con que los agentes convierten los activos en poder adquisitivo a precios convenidos. Son producto de la incertidumbre ligada con la conversión de activos en un medio de cambio. La información incompleta y los costos de transacción podrían disminuir la liquidez y con ello aumentar los riesgos de liquidez.

Esto crea incentivos para el surgimiento de mercados e instituciones financieras que permitan aumentar la liquidez. De esta manera, los mercados muy líquidos son

mercados en los que el intercambio de instrumentos financieros es relativamente barato y en los que existe poca incertidumbre con respecto a la fecha y liquidación de los intercambios.

La evidencia histórica demuestra que la relación entre la liquidez y el crecimiento económico se genera porque algunos proyectos de alto rendimiento requieren de capital a largo plazo y los ahorradores son adversos a renunciar al control de sus ahorros por largos periodos. Si no se aumenta la liquidez de las inversiones a largo plazo, existe una probabilidad de que haya menor inversión para los proyectos de alta rentabilidad.

John Hicks (1969) afirma que las mejoras del mercado de capital que reducen el riesgo de liquidez fueron las principales causas de la Revolución Industrial en Inglaterra. Los productos manufacturados durante las primeras décadas de la Revolución Industrial habían sido inventados con anterioridad.

Por lo tanto, las innovaciones tecnológicas no activaron un crecimiento sostenido, porque estos inventos requerían mucho capital a largo plazo. La palanca de desarrollo para el crecimiento económico de Inglaterra en el Siglo XVIII fue la gran liquidez presente en el mercado de capital.

Cuando los mercados de capital son líquidos, los ahorradores pueden mantener sus activos y de misma manera pueden venderlos fácilmente si así lo desean. Con esto, los mercados de capital transforman estos instrumentos en inversiones de capital a largo plazo en el marco de procesos de producción líquidos. Debido a que durante la Revolución Industrial se necesitaron grandes cantidades de capital por periodos largos, dicha revolución podría no haberse producido sin esta transformación de la liquidez. “La Revolución Industrial tuvo que esperar a la revolución financiera” (Smith y Starr, 1966, p. 243)

En la actualidad los economistas han generado modelos que representan el surgimiento de mercados financieros como reacción al riesgo de liquidez y analizan de qué manera estos producen efectos en el crecimiento económico.

Un ejemplo es el modelo de liquidez desarrollado por Douglas Diamond y Philip Dybvig en 1973. Este modelo determina que una parte de los ahorradores recibe una perturbación tras seleccionar entre dos tipos de inversión. El primero un proyecto no líquido con alta tasa de rendimiento y el otro un proyecto líquido con baja tasa de rendimiento. Los inversionistas que sufren una perturbación quieren tener acceso a sus ahorros antes de que el proyecto no líquido pueda generar rendimientos.

Este riesgo de liquidez genera incentivos para invertir en proyectos líquidos de bajo rendimiento. En este modelo se supone que es prohibitivo verificar si otros individuos han recibido una perturbación. Por ello, este supuesto sobre el costo de información excluye los contratos de seguro del Estado y crea un incentivo para el surgimiento de mercados financieros en donde los agentes emiten y negocian valores.

Otro modelo desarrollado por Levine en 1992 otorga una perturbación a los ahorradores para que negocien sus acciones y otras participaciones sobre las utilidades derivadas de tecnologías de producción ilíquidas. Los agentes verifican si otros agentes son o no víctimas de una perturbación, por lo que sus operaciones bursátiles reciben un carácter impersonal.

De esta manera, cuando hay liquidez, los accionistas pueden vender fácilmente sus acciones mientras que las empresas cuentan con un acceso permanente al capital invertido por los accionistas iniciales. Se concluye que los mercados reducen el riesgo al facilitar el intercambio.

Esto permite afirmar que los mercados accionarios han surgido por los costos de información y permite observar la importancia de la liquidez en los costos de intercambio. La liquidez tiene repercusiones en las decisiones de producción cuando se consideran los costos de transacción en el mercado secundario. Una mayor liquidez alentará la adopción de tecnologías a más largo plazo de mayor rendimiento.

Los mercados accionarios a través de los intermediarios pueden incrementar la liquidez y al mismo tiempo reducir el riesgo de liquidez. En el modelo de Diamond y Dybvig (1983, pp. 401-419) se establece que el costo de observar las perturbaciones sufridas por los agentes es prohibitivo, así que no es posible suscribir contratos de seguros contingentes que sean compatibles con los incentivos.

Tomando esto en consideración, los bancos pueden ofrecer depósitos líquidos a los ahorradores e iniciar una combinación de inversiones líquidas de bajo rendimiento para satisfacer la demanda de depósitos e inversiones ilíquidas de alto rendimiento. Una vez eliminado el riesgo de liquidez, los bancos logran incrementar la inversión en activos ilíquidos de alto rendimiento e impulsar el crecimiento económico (Bencivenga y Smith, 1991, pp. 195-209).

Levine (1996, p. 705) menciona que este papel de los bancos como entidades que reducen el riesgo de liquidez genera un problema, ya que el equilibrio bancario no es compatible con el sistema de incentivos si los agentes usaran participaciones de capital y ninguno utilizara los bancos. Por lo tanto, en este contexto, los bancos sólo surgirán para proveer liquidez si existen suficientes impedimentos importantes para las transacciones en los mercados.

En los planteamientos teóricos financieros se considera que el aumento de liquidez genera un efecto ambiguo en las tasas de ahorro y el crecimiento económico. En consecuencia, una mayor liquidez aumenta los rendimientos de la inversión y se reduce la incertidumbre.

Por eso, un rendimiento mayor afecta de manera ambigua los niveles de ahorro debido a los efectos de ingreso y sustitución. A la vez, una menor incertidumbre afecta de manera ambigua el ahorro. Esto explica la relación entre la tasa de ahorro y la liquidez.

Por ello, en un modelo que considere externalidades de bienes de capital, las tasas de ahorro pueden reducirse suficientemente, de modo que el crecimiento se

desacelera al aumentar la liquidez. Los sistemas financieros pueden reducir el riesgo de liquidez y controlar los riesgos de idiosincrasia vinculados con determinados proyectos, empresas o países.

La capacidad del sistema financiero para proporcionar servicios de diversificación del riesgo puede afectar el crecimiento a largo plazo, debido a que se pueden cambiar la asignación de recursos y las tasas de ahorro. Los ahorradores generalmente prefieren no correr riesgos, pero los proyectos de alto rendimiento tienden a ser más riesgosos que los de bajo rendimiento.

Así, los intermediarios financieros que administran la diversificación del riesgo alientan la generación de carteras hacia proyectos con altas tasas de rendimientos. Sin embargo, una mayor distribución de los riesgos y una asignación de capital más eficiente producen, en teoría, efectos ambiguos sobre las tasas de ahorro.

Las tasas de ahorro pueden reducirse lo suficiente para que, al unirse a un modelo de crecimiento basado en externalidades, se reduzca la tasa de crecimiento global. Cuando existen externalidades, el crecimiento puede bajar lo suficiente para que el bienestar general se reduzca con una mayor diversificación del riesgo.

El riesgo diversificado también puede afectar la innovación tecnológica. Es sabido que los inversionistas realizan cambios tecnológicos con la finalidad de contar con un segmento más rentable del mercado. La innovación exitosa, además de producir utilidades para el innovador, acelera el cambio tecnológico.

Sin embargo, también tiene sus riesgos y por ello, la capacidad de mantener una cartera diversificada de proyectos innovadores reduce el riesgo y promueve la inversión en actividades que fomentan el crecimiento.

King y Levine (1993, pp. 156-189) concluyen que los sistemas financieros que generan diversificación del riesgo tienden a acelerar el cambio tecnológico y el crecimiento económico.

## **B) Adquisición de información sobre inversiones y asignación de recursos**

La adquisición de información tiene un costo elevado, por lo que genera los incentivos para que surjan los intermediarios financieros.

Los costos surgirán de la evaluación a empresas, administradores y las condiciones del mercado, por parte de los ahorradores. Como los ahorradores no cuentan con el tiempo, la capacidad o los medios para reunir y procesar información sobre una amplia variedad de empresas, administradores y condiciones económicas, será poca su disposición a invertir en actividades sobre las cuales existe poca información fiable. El alto costo de la información causa que el capital fluya hacia otras actividades con una mayor rentabilidad.

Contar con la información sobre una tecnología de producción tiene un costo fijo. Cada inversionista debería pagar este costo fijo en caso de que no existieran los intermediarios. Por ello, determinados grupos de individuos podrían crear o utilizar intermediarios financieros para reducir los costos de adquirir y procesar la información sobre inversiones. Una vez reducido ese costo, se puede adquirir más información sobre las oportunidades de inversión y mejorar la asignación de los recursos.

Una vez creados los mercados y los intermediarios financieros, estos seleccionarán a las empresas solicitantes de capital que ofrezcan las mejores perspectivas, por lo que con esto se logrará una mejor asignación de capital y un crecimiento más acelerado.

Bagehot en 1873 identificó esto en Inglaterra a finales del Siglo XIX y argumentó que su sistema financiero era favorable pues se ajustaba fácilmente. El capital era invertido en las actividades comerciales más rentables y se retiraba rápidamente de las actividades menos rentables.

Sin embargo, en otros países el proceso era distinto. En la Inglaterra de esa época, la identificación y el financiamiento de las empresas rentables por parte de su sistema financiero era más eficaz que en la mayoría de los países, lo cual tuvo una contribución importante en el despegue de su economía.

Los intermediarios financieros pueden fomentar la innovación tecnológica al identificar las mejores tecnologías de producción, pero también al detectar a los empresarios que tienen las mayores posibilidades de éxito en la puesta en marcha de nuevos procedimientos de producción.

El proceso innovador ocasionado por la intermediación financiera era señalado por Schumpeter (1912, p. 74): *“El oficial bancario no es, principalmente, un intermediario... Autoriza a los individuos en nombre de la sociedad a innovar”*.

Los mercados accionarios también pueden influir en la adquisición y difusión de información sobre empresas. Conforme crecen y aumenta la liquidez de los mercados los agentes económicos podrían tener mayores incentivos para la adquisición de información sobre las compañías.

Para un agente que ha adquirido información es más fácil encubrir esta información privada y obtener utilidades. Por consiguiente, los mercados de gran tamaño y liquidez pueden estimular la adquisición de información.

El manejo de información útil acerca de las empresas mejora considerablemente la asignación de los recursos y repercute positivamente sobre el crecimiento económico.

### **C) Supervisión de administradores y control de las empresas**

Cuando no existen mecanismos financieros que permitan intensificar el control de las empresas, se reduce la movilización del ahorro entre los agentes. Esto genera obstáculos al flujo de inversiones rentables. Para controlar a las empresas después de financiar los proyectos surgieron los contratos, mercados e intermediarios financieros que reducen el costo de adquirir información y observan la labor de los gerentes.

Así, los empresarios crearán mecanismos financieros que obligan a los gerentes a administrar la empresa de la manera que más beneficia a los propietarios. También los bancos y tenedores de acciones y bonos establecerán mecanismos financieros

que obliguen a los propietarios y gerentes a administrar la empresa de acuerdo con sus intereses.

Un sistema financiero que facilita el control de las empresas hace posible una separación eficiente entre la propiedad y la administración de la empresa. Esto posibilita una especialización eficiente en la producción de acuerdo con el principio de las ventajas comparativas (Merton y Bodie, 1995).

Si el intermediario mantiene una cartera diversificada, los ahorradores no tienen la necesidad de supervisión ya que siempre se cumplirá el compromiso de pago de la tasa de interés a los depositantes. El resultado de la cartera diversificada incrementa las inversiones eficientes al reducir los costos de seguimiento. Al mismo tiempo, como se establecen relaciones a largo plazo, esto puede reducir aún más el costo de adquirir información. Esto causa que se facilite el financiamiento externo y la asignación de los recursos (Sharpe, 1990, pp. 1'069-1'087).

Los mecanismos financieros que controlan a las empresas tienden a fomentar una acumulación de capital y un crecimiento más rápidos al mejorar la asignación del capital y, por lo tanto, impulsan el crecimiento de largo plazo.

Otro papel importante del mercado accionario es su control sobre las empresas. Se genera un equilibrio entre los intereses de los gerentes con los de los dueños de las empresas. También, es factible que cuando existen los mercados bien desarrollados el proceso de absorción de empresas es más fácil y si los gerentes de las empresas con mal desempeño son despedidos tras la absorción, los mercados accionarios más eficientes pueden fomentar un mejor control de las empresas al facilitar la absorción de las empresas mal administradas. La amenaza de absorción ayudará a armonizar los incentivos para los gerentes y propietarios.

No existe un acuerdo común sobre la importancia de los mercados accionarios para el control de las empresas. Debido a que los inversionistas internos tienen mejor información sobre las empresas que los externos y si los propietarios bien informados están dispuestos a vender la empresa, los agentes externos pueden

exigir una prima para comprar la empresa debido a las asimetrías en la información. La información asimétrica puede por lo tanto reducir la eficacia de las absorciones como mecanismo de control empresarial.

Sobre la absorción de empresas Stiglitz (1985, pp. 133-152) establece que cuando una empresa destina recursos para adquirir información, los resultados de esta operación serán observados por otros participantes en el mercado cuando la empresa hace una propuesta de compra de acciones. Surgirán nuevos agentes con ofertas particulares y con ello se incrementará el precio de los valores.

La rápida difusión pública de información de alto costo reducirá los incentivos para obtener información y hacer efectiva las ofertas públicas de adquisición de acciones. También podría reducir los incentivos para las adquisiciones y los gerentes podrán adoptar medidas estratégicas para evitar las adquisiciones y no ser desplazados en sus puestos. Estos argumentos niegan la importancia de los mercados líquidos para fomentar una buena gestión empresarial.

La existencia de los mercados líquidos que facilitan la adquisición de empresas perjudica la asignación eficiente de recursos si esta operación genera cambios en el manejo de la empresa. Todo cambia y por eso la adquisición permite que los nuevos propietarios y gerentes rompan con los acuerdos implícitos y transfieran el dinero de los accionistas a sus propios bolsillos.

Esto trae como resultado una reducción en la eficiencia en la asignación de recursos, por lo que el bienestar general disminuirá. Por lo tanto, los mercados eficientes que facilitan la adquisición de empresa permiten la adquisición hostil y se pueden inducir a que los propietarios no vigilen a los gerentes. Al reducir los costos de salida, la liquidez del mercado alienta una propiedad más difusa con menos incentivos y mayores impedimentos para supervisar activamente a los gerentes.

Levine (1997, p. 693) sugiere que los aspectos teóricos sobre los vínculos entre las mejoras en los mercados de valores, un mejor control de las empresas y un crecimiento económico más rápido siguen siendo ambiguos.

## **D) Movilización del ahorro**

La movilización de recursos consiste en la aglutinación del capital de diversos ahorradores para invertirlo. Si no existieran múltiples inversionistas, muchos procedimientos de producción serían limitados a escalas económicamente ineficientes. Dicha movilización permite la creación de instrumentos de baja denominación.

Estos instrumentos proveen oportunidades para que los pequeños inversionistas mantengan carteras diversificadas, inviertan en empresas eficientes y aumenten la liquidez de sus activos. Sin la mancomunación de recursos los agentes económicos tendrían que comprar y vender la empresa completa. Pero al aumentar la diversificación del riesgo, la liquidez y el tamaño de las empresas viables, la movilización mejora la asignación de los recursos.

A pesar de estos efectos positivos, el costo de movilizar los ahorros de varios inversionistas es alto. Por esto deben mitigarse los costos de transacción vinculados con la movilización del ahorro de diferentes individuos y también deben superarse las asimetrías de la información que se producen al convencer a los agentes de renunciar al control de sus ahorros.

Todas las actividades vinculadas con la movilización del ahorro de diversos agentes generan costos de transacción e información, por lo que podrían surgir numerosos mecanismos financieros para mitigar estas fricciones y facilitar dicha movilidad de recursos.

Esta movilización ocasiona que se establezcan múltiples contratos bilaterales entre unidades productivas que movilizan el capital y agentes con excedentes de recursos. La sociedad por acciones es un ejemplo de movilización bilateral múltiple. Por ello, para reducir los costos de transacción e información vinculados con los contratos bilaterales múltiples, la mancomunación de recursos puede tener lugar a través de los intermediarios.

En tal caso, miles de inversionistas ponen sus fondos en manos de intermediarios que los invierten en varias empresas. Las estrategias financieras más eficaces para movilizar el ahorro de los agentes pueden incidir fuertemente sobre el desarrollo económico y repercutir sobre la acumulación del capital, así como sobre una mejor asignación de recursos y con ello impulsar la innovación tecnológica.

El sistema financiero fomenta la adopción de mejores tecnologías y promueve el crecimiento económico cuando se movilizan eficazmente los ahorros hacia proyectos rentables.

### **E) Facilitación del intercambio**

Los mecanismos financieros que reducen los costos de transacción facilitan la movilización del ahorro, aumentan las tecnologías de producción disponibles para la economía y fomentan la especialización, la innovación tecnológica y el crecimiento económico.

Los costos de información podrían inducir el uso de dinero. El trueque es caro porque el costo de evaluar los atributos de los bienes es elevado. Por consiguiente, un instrumento de intercambio fácilmente reconocible facilita las transacciones.

Adam Smith (1776, p. 3) señaló que la división del trabajo es el componente fundamental para mejorar la productividad. Al aumentar la especialización, aumenta la probabilidad de que los trabajadores inventen mejores máquinas o procedimientos de producción.

Según el mismo autor, una reducción en los costos de transacción incrementa la especialización, pues esta última necesita un mayor número de transacciones que en un medio autárquico. Su argumento también se basó sobre la reducción de los costos de transacción y la innovación tecnológica desde el punto de vista de las ventajas de usar el dinero. Al adoptar el uso del dinero, la reducción del costo de las transacciones y la información no ocurre una sola vez. Esta se sigue dando ya que se utilizan muchos mecanismos.

Lamoreaux y Sokoloff (1996, p. 92) plantearon que el desarrollo de instituciones que facilitaban el intercambio de tecnología en el mercado permitió a los individuos creativos especializarse en los inventos y mejorar su productividad en este terreno.

Así, el desarrollo financiero e institucional promueve continuamente la especialización y la innovación con los mismos medios señalados hace más de 200 años por Adam Smith.

Los desarrollos teóricos actuales tratan de explicar con más precisión los vínculos existentes entre el intercambio, la especialización y la innovación y plantean que para aumentar la especialización es necesario un aumento de las transacciones.

Pero como las transacciones conllevan un alto costo, los mecanismos financieros que reducen dichos costos facilitarán una mayor especialización. De esta manera los mercados accionarios que promueven el intercambio fomentan el aumento de la productividad y ocasionan el desarrollo de estos mismos.

Si el establecimiento de mercados tiene costos fijos, un mayor ingreso per cápita significa que dichos costos fijos son menos costosos como proporción del ingreso per cápita. El desarrollo económico puede estimular el desarrollo de los mercados accionarios.

### **1.3 Importancia del mercado accionario**

El mejoramiento de las funciones claves de un mercado dentro de la economía influye en todos los agentes económicos que acuden a éste. Las empresas se ven beneficiadas con mayores opciones de financiamiento al realizar la colocación de acciones.

Este mercado representa una alternativa de financiamiento para las empresas en sus proyectos de expansión o para mejorar su liquidez, lo que a su vez se traslada a la economía en menores tasas de desempleo y una mayor actividad económica. Es así como el buen funcionamiento del mercado se traslada a las empresas

emisoras de valores, pero también se puede trasladar a los inversionistas y distintos agentes económicos.

El buen funcionamiento del mercado accionario puede estimular la adquisición y la difusión de información. En la medida que los mercados se vuelven más grandes y líquidos, los agentes pueden tener mayores incentivos para gastar recursos en investigar las empresas.

Esta información mejorada referente a las empresas debe hacer prosperar sustancialmente la asignación de recursos con las consecuencias correspondientes para el crecimiento económico.

Los mercados bien desarrollados, además de influir en la adquisición de información *ex ante*, pueden ayudar en el control corporativo *ex post*. Los mercados accionarios pueden estimular un mayor control corporativo al facilitar las adquisiciones y ligar la remuneración a los logros de la administración. De esta manera, los *outsiders* pueden comprar empresas que se encuentran operando en malos términos, cambiar la administración y establecer un escenario distinto para una mayor rentabilidad.

Si el buen funcionamiento de los mercados facilita la ligazón de la remuneración a la administración con el desempeño del precio de las acciones, se contribuye a alinear los intereses de los administradores con los de los propietarios de la empresa.

Por otro lado, el buen funcionamiento del mercado también facilita la diversificación del riesgo y además la capacidad de prevenir el riesgo de liquidez. Los mercados accionarios están diseñados para una distribución tradicional y de corte transversal, donde los individuos pueden crear un portafolio personalizado de activos. Entre más desarrollado sea el mercado, es más fácil para los agentes construir portafolios con un mínimo de intermediarios.

Los mercados accionarios también pueden ayudar en caso de riesgo de liquidez (Levine, 1991, pp. 1'445-1'465). Existe una gran cantidad de inversiones rentables

que requieren una garantía de largo plazo del capital, pero los inversionistas a menudo son renuentes a abandonar el control de sus ahorros por largos periodos de tiempo.

Los mercados líquidos hacen la inversión de largo plazo más atractiva pues permiten a los ahorradores vender acciones rápidamente y a bajo costo si necesitan usar sus ahorros. Al mismo tiempo, las empresas disfrutan un acceso permanente al capital mediante la emisión de acciones. Al facilitar las inversiones de más largo plazo y de mayor rentabilidad, los mercados de activos líquidos mejoran la asignación de capital y ayudan a aumentar la productividad.

Los mercados accionarios también pueden favorecer la movilización de recursos. Movilizar los ahorros de muchos agentes heterogéneos es costoso porque se deben superar los costos de transacción asociados a recolectar ahorros de distintos individuos y porque se deben superar las asimetrías de información asociadas a hacer que los ahorradores se sientan cómodos al abandonar el control sobre su dinero.

Los mercados bien desarrollados, por necesidad, tienden a motivar el desarrollo de estándares de contabilidad efectivos, procedimientos de revelación de información y sistemas de contratación que disminuyen los impedimentos para la movilización de recursos.

Asimismo, los “fabricantes de mercado” generalmente están muy preocupados de establecer buenas reputaciones para que los ahorradores mantengan la confianza. Los datos son consistentes con el enfoque de que el buen funcionamiento de los mercados ayuda al crecimiento económico.

Levine y Zervos (1998) muestran que es la liquidez del mercado y no su tamaño lo que importa para el crecimiento de largo plazo. Así, la teoría y la evidencia pasadas sugieren que los bancos y el mercado promueven el crecimiento económico.

También se estableció que los costos para adquirir información, hacer cumplir los contratos y realizar transacciones generaban los incentivos para el surgimiento de

contratos financieros, mercados accionarios e intermediarios. Con el surgimiento del sistema financiero es posible mitigar las repercusiones negativas generadas por las fricciones del mercado.

Uno de los objetivos de las prácticas de benchmarking será tener en cuenta todas estas maneras que tiene el mercado accionario de influir en los agentes económicos y desarrollar su propuesta con base en ellas. De esta manera, se podrá definir al mercado accionario mexicano por la calidad con la que proporciona sus funciones claves.

#### **1.4 Principales elementos del mercado accionario**

En el ámbito sistemático, el mercado accionario tiene dos aspectos. Es aquí donde se da la interacción de todos sus elementos y dependiendo de su desenvolvimiento podría mejorar su influencia dentro de la economía. Su interacción se lleva a cabo en un mercado primario y en uno secundario.

El mercado primario es aquel mercado en el cual un emisor vende valores a los inversionistas para efectos de financiarse. En el mercado primario, los emisores pueden emitir valores ya sea en los mercados públicos o también pueden hacerlo por medio de colocaciones privadas. Estas emisiones son comúnmente denominadas como emisiones primarias o distribuciones (Hazen, 2005, p. 3).

La primera emisión de acciones se realiza para ampliar el capital de una empresa y para vender una parte del capital de esta. La colocación la realizan diversas agencias emisoras que cuentan con autorización para esto y su emisión va verificada bajo criterios de liquidez y solvencia. El trato entre la empresa y los inversionistas es directo dentro de este mercado.

El mercado secundario permite la liquidez del papel de la empresa que opera en Bolsa, de manera que se pueden comprar y vender valores fácilmente. Está integrado por personas físicas y morales que intervienen en la transacción de dichos valores o instrumentos. En este caso, la empresa emisora no recibe nuevos recursos como sucede en el mercado primario. Sólo en el caso de un aumento de

capital o reinversión de dividendos es cuando la empresa capta nuevos recursos (Blanco, 1996).

El mercado secundario es la base para que el mercado primario resulte atractivo para los inversionistas, ya que determina las condiciones para las futuras emisiones. En el primario se establecen las cantidades que se van a comerciar, mientras que en el secundario se presenta la liquidez.

La diferencia entre ambos radica en que en el primero se emiten los instrumentos financieros y en el segundo se negocian e intercambian. El mercado secundario tiene más funciones, actividades y oportunidades, por lo que atrae a un mayor número de inversionistas. Asimismo, el éxito del mercado primario se relaciona con el funcionamiento del mercado secundario, pues ofrece liquidez, transparencia y otras garantías a los inversionistas.

El mercado secundario es el lugar público en el que ofertantes y demandantes se encuentran para hacer propuestas de compra y venta sobre un título. Esto ocasiona que participen en la determinación de los precios.

En un mercado de este tipo, la información relativa a los volúmenes que se ofrecen y demandan, así como los precios, se publican diariamente y en muchos casos en tiempo real. Esto garantiza la transparencia de los precios dentro del mercado y la protección del inversionista.

Esto facilita también la cantidad de negociaciones posibles dentro de un mercado secundario y es una oportunidad para los inversionistas. A diferencia de un mercado primario, donde se limita la cantidad de negociaciones, en el mercado secundario esta cantidad puede llegar a ser ilimitada, debido a que un título puede ser intercambiado muchas veces. Este hecho permite aumentar la liquidez dentro del sistema económico, lo que hace que sea fundamental (Roper, 2015).

Ambos mercados se complementan y coexisten. El mercado secundario no podría existir sin el mercado primario y el mercado primario no podría existir sin el secundario. Los dos son necesarios dentro de la estructura de un mercado

accionario, ya que al ausentarse uno se dificultaría la posible influencia del mercado accionario dentro de la economía.

La creación de los mercados accionarios ha permitido facilitar las transacciones que se realizan día con día de títulos, así como el número que existe de éstos. Según Banco Mundial, la comercialización de acciones a nivel global ha crecido un 59.17% desde el 2000 al 2017. Día a día más gente hace uso de estos instrumentos y cada vez más empresas buscan integrarse a estos mercados.

Para que estos esquemas funcionen de manera eficaz y ordenadamente, existen distintos factores instrumentales que permiten calificar la calidad de un mercado y observar su funcionamiento.

Las personas e instituciones que se involucran en la actividad financiera se concentran en distintos centros financieros alrededor del mundo, los cuales se clasifican en base a datos estadísticos y evaluaciones. El *Global Financial Centres Index* utiliza más de 70 indicadores para evaluar los elementos de un mercado accionario y se destacan 5 factores:

1. El personal. Se ocupa una cantidad de gente para hacer operar un mercado accionario y deben tener tanto la habilidad como la educación en el ámbito de los negocios para poder servir al buen funcionamiento del conjunto.
2. La infraestructura. Este factor aborda la disponibilidad de las oficinas, el acceso a proveedores profesionales y la tecnología de la información.
3. El acceso al mercado, que comprende los volúmenes de valores negociados, así como los efectos de la concentración de las empresas envueltas en el sector financiero.
4. La competitividad en general, compuesto por la calidad de las empresas, la cultura y el lenguaje del mercado accionario.
5. El ambiente de negocios, que se considera lo más importante pues cubre la regulación, las tasas impositivas, la corrupción y la libertad económica.

Todos estos elementos son fundamentales y se encuentran en cualquier mercado accionario para permitir la compra y venta de valores. De acuerdo con su manera

de operar en conjunto es como mejora su calificación dentro del *Global Financial Centres Index*. De la misma manera, el GFCI evalúa cada una de las cinco áreas por separado.

El GFCI es actualizado en marzo y septiembre de cada año. Recibe considerable atención de la comunidad financiera global, pues este índice sirve como referencia para decisiones de política y de inversión.

En su último reporte, GFCI 25, se señala la manera en la que se compila este índice. Fue mediante el uso de 133 factores instrumentales, que son otorgadas por terceros como el Banco Mundial, OCDE y la ONU. Estos factores instrumentales son posteriormente combinados con 29'065 evaluaciones de centros financieros proporcionados por los encuestados al cuestionario en línea.

Posteriormente, mediante el análisis de agrupamiento y correlación, se han identificado tres ejes que determinan el perfil de un centro financiero a lo largo de distintas dimensiones de competitividad.

- 1) Conectividad: La medida en que el centro financiero se conecta con el mundo en función de la cantidad de evaluaciones realizadas y recibidas.
- 2) Diversidad: Los factores instrumentales que utiliza el GFCI dan una indicación de una variedad de factores que influyen en la riqueza e igualdad de áreas de competitividad en los centros financieros.
- 3) Especialidad: La profundidad que tienen distintos sectores como banca y aseguradoras dentro del centro financiero. La especialidad es calculada a partir de la diferencia entre el índice GFCI y el índice del sector industrial.

La interacción de todos sus elementos ha moldeado el concepto del mercado y conforme avanza el tiempo se han vuelto más complejos. Es necesario un buen funcionamiento y desenvolvimiento de todos sus participantes, desde las instituciones y leyes que regulan estos mercados, hasta los inversionistas y emisores que participan en la compra y venta de valores. Entre mejor sea este desenvolvimiento, mayor será la competitividad del mercado.

El conocimiento acerca del funcionamiento sistemático del mercado y sobre sus elementos claves permiten conocer a los que se verán beneficiados por la propuesta de benchmarking. Tener a estos participantes identificados guiará los objetivos de la propuesta e intentará tener el interés de todos en mente.

### **1.5 Marco institucional y regulatorio**

En el mercado accionario debe existir una serie de normas e instituciones que permitan los procesos de emisión, colocación, distribución e intermediación de los instrumentos anteriormente mencionados.

Esta serie de normas se traduce en la regulación, la cual es necesaria debido a la cantidad de agentes económicos que se presentan a este mercado. Tienden a interactuar entre sí y sus acciones pueden afectar a los demás de cierta manera.

Por lo tanto, no es sorprendente encontrar que las reacciones de un mercado a las regulaciones a menudo provocan una nueva respuesta por parte del gobierno, lo que puede hacer que las instituciones del mercado cambien aún más su comportamiento. El gobierno controla una característica económica que los mecanismos del mercado de competencia no podrían manejar sin ayuda (Fabozzi, 2015, p. 80).

Existen cuatro formas que adopta la regulación gubernamental en el mercado. La primera es un reglamento de divulgación y requiere que todos los emisores de valores hagan pública la información financiera para los inversores actuales y potenciales. Esto se debe a que los emisores cuentan con más información acerca de la salud financiera y el futuro de la empresa.

La segunda forma es la regulación en las actividades financieras. Consiste en normas sobre los comerciantes de valores y la negociación en los mercados financieros para que los altos mandos de las empresas no saquen provecho de un mayor acceso a la información.

La tercera forma es la regulación de las instituciones financieras con un monitoreo gubernamental que restringe las actividades en áreas vitales de crédito, préstamos

y financiamiento. La justificación para esto es que juegan un rol importante en la economía moderna, ya que ayudan a otros agentes económicos a ahorrar.

La cuarta y última forma es la regulación de los participantes foráneos. El gobierno limita los roles de empresas extranjeras en el mercado doméstico y su propiedad o control de instituciones financieras. Esto permite un mayor desarrollo de las empresas nacionales y, por ende, del mercado.

Todos los mercados accionarios se encuentran regulados por instituciones que ofrecen confianza y seguridad a los que buscan canalizar una inversión o recibirla. El estado es el encargado de crear estas instituciones y proveer los recursos para su buen funcionamiento. Al hacer esto, las instituciones pueden realizar sus actividades de supervisión, administración y regulación, lo que conlleva a un ambiente financiero sano y seguro en el que la circulación del dinero es mayor.

En cada país existe una o varias instituciones encargadas de supervisar las actividades que se realizan dentro del mercado accionario. En Estados Unidos se cuenta con la US Securities and Exchange Commission, mientras que en México la institución encargada es la Secretaría de Hacienda y Crédito Público. En ambos casos se trata de instituciones autónomas y que se apoyan en otras divisiones para realizar sus actividades.

En ambos países las instituciones cuentan con un marco regulatorio que les permite llevar a cabo sus actividades y cumplir sus objetivos. A través de estas leyes establecidas de seguridad y regulaciones se promueve un ambiente de certidumbre y protección para realizar las transacciones financieras.

Asimismo, las Bolsas de Valores en ambos países actúan como organismos autorregulatorios que facilitan las operaciones con valores y buscan el desarrollo, la expansión y la competitividad del mercado financiero al implementar estándares de conducta y negociación entre los usuarios.

Se provee a los inversionistas un acceso a declaraciones de registro, reportes financieros y demás información a través de sus bases de datos. De esta manera, las instituciones buscan tener un equilibrio de la información para todos los

participantes del mercado financiero y eliminar cualquier ventaja que se presente. En cierto sentido se diseña un ambiente de competencia idóneo para todos los agentes económicos.

Se trata de un trabajo en conjunto de las diversas instituciones para asegurar un ambiente de certidumbre y con el menor riesgo posible. Esto aumentará la confianza de los inversionistas, permitiéndoles canalizar el dinero a inversiones seguras y mejorando la captación de ahorro por parte de los agentes económicos que lo requieren.

Es de suma importancia incluir este estudio en el trabajo, ya que permitirá tener un punto de comparación entre el mercado de Estados Unidos y de México, así como servirá de referencia para la alternativa propuesta de benchmarking.

La idea debe ir enfocada en cumplir con el marco regulatorio y el mercado accionario debe apoyarse en las instituciones para poder llegar a ser influyente en el crecimiento económico.

### **1.6 Instrumentos financieros del mercado de capitales**

En los mercados de capitales se canaliza el ahorro de diversos agentes económicos como familias y empresas hacia los demandantes de ese ahorro a fin de generar ganancias y una mayor circulación del dinero en la economía. Es una posibilidad para cubrir las necesidades de financiamiento dentro de una economía cada día más globalizada, debido a su eficacia en propiciar una competencia en mejores condiciones.

La obtención de mayores recursos permite a las empresas ejecutar diversos proyectos de mejora y de expansión al optimizar los costos financieros, obtener liquidez inmediata, modernizarse o financiar la investigación y el desarrollo.

Las empresas que requieran dinero para financiar su operación o proyectos de expansión pueden obtenerlo a través del mercado accionario al emitir valores que son puestos a disposición de los inversionistas e intercambiados en un mercado

transparente de libre competencia y con igualdad de oportunidades para todos los participantes.

Estos valores son conocidos como acciones. Son títulos de valor que representan parte del capital social de una sociedad anónima y que acredita a su tenedor como socio, con derechos y obligaciones dentro de la misma sociedad. Son emitidas para financiar proyectos de largo plazo y su duración es indefinida, es decir el tiempo de permanencia de la empresa (Ocampo, 2013, p. 57).

Las acciones son una de las conexiones más fuertes e importantes entre la inversión y las necesidades de financiamiento en el sector privado. Debido a esto se busca proveer de un ambiente regulado por la ley en el que se minimiza el riesgo y se otorgan todas las facilidades de inversión a los oferentes y demandantes que deseen emitir o comercializar con acciones.

Podemos encontrar otro tipo de instrumentos financieros en este tipo de mercados. Estos instrumentos financieros son vínculos entre dos agentes económicos que buscan generar beneficios en un determinado tiempo. Por un lado, otorgan a su propietario derechos y a su emisor obligaciones, contemplados en un marco jurídico vigente, y según las características otorgarán distintos niveles de rentabilidad, riesgo y liquidez.

A continuación, se presentan los distintos tipos de instrumentos financieros dentro del mercado de capitales:

- A) Acciones
- B) Títulos opcionales
- C) Fibras
- D) Fideicomisos hipotecarios
- E) Certificados de Capital de Desarrollo

Conocer estos instrumentos financieros permitirá observar las alternativas de inversión en los mercados de capitales y podría contribuir a la propuesta de benchmarking al ofrecer otros tipos de instrumentos o financiamiento que permitan al mercado influir posteriormente en el crecimiento económico.

## **A) Acciones**

El instrumento más conocido y demandado dentro del mercado accionario son las acciones. Existen distintos tipos de acuerdo con los derechos que otorgan al propietario:

1. Acciones ordinarias: Otorgan al propietario el derecho a participar con voz y voto en las asambleas de accionistas y permiten recibir dividendos provenientes de las utilidades de la empresa. Facilita la entrada de nuevos accionistas que permitan el desarrollo de la empresa sin la necesidad de incurrir en un gasto financiero mayor.
2. Acciones preferenciales: Otorgan al propietario el derecho de recibir un dividendo mínimo. Se cuenta con preferencia sobre el accionista ordinario y se tiene la opción de recibir un reembolso en caso de que la sociedad deje de existir. Asimismo, se cuenta con derecho a votar. Por el otro lado, permite a la empresa emisora capitalizar sin perder el mando.
3. Acciones privilegiadas: Otorgan derechos económicos al propietario como el reembolso en caso de liquidación. La asamblea de accionistas debe aprobar su emisión previamente.

El rendimiento para el inversionista se presenta en dos formas:

1. Dividendos generados por la empresa (las acciones permiten al inversionista crecer en sociedad con la empresa y, por lo tanto, participara de sus utilidades).
2. Ganancia de capital obtenida por el diferencial en su caso entre el precio al que se compró y el precio al que se vendió la acción.

Las características de los instrumentos financieros son parecidos y se diferencian más que nada por los derechos políticos y económicos que recibe el propietario al hacerse de ellas. Y así como se beneficia el propietario, la empresa emisora puede aumentar su financiamiento y realizar proyectos de expansión con base en esto (Gitman, 2009).

## **B) Títulos opcionales**

Los títulos opcionales, también conocidos como warrants, son títulos de crédito que conferirán a sus tenedores a cambio del pago de una prima de emisión el derecho de comprar o vender un activo subyacente a un precio de ejercicio previamente determinado durante un periodo o en una fecha preestablecida.

Los activos subyacentes podrán ser:

- Acciones de una sociedad anónima inscritos previamente en el Registro o títulos de crédito que representen a dichas acciones.
- Grupos o canastas integrados por acciones representativas del capital social o títulos de crédito que representen acciones de dos o más sociedades.
- Acciones, títulos equivalentes o títulos referenciados a activos listados en el sistema de cotizaciones.

### **C) Fibras**

Son vehículos destinados al financiamiento para la adquisición o construcción de bienes inmuebles que tiene como fin su arrendamiento o la adquisición del derecho a recibir los ingresos provenientes del arrendamiento de dichos bienes.

Son un sistema mixto de inversión mediante el cual se perciben beneficios por tres vías:

1. Dividendos: A través de las utilidades obtenidas de las rentas menos los gastos de operación.
2. Rendimientos: Mediante el desempeño de estos instrumentos en el mercado.
3. Plusvalía: Se integra en la mayoría de los casos al integrar los inmuebles.

Estos instrumentos buscan impulsar el desarrollo del sector inmobiliario, mejorar la liquidez dentro de los desarrolladores de este sector, aumentar la inversión en este tipo de bienes y contribuir a la diversificación de los portafolios de inversión.

### **D) Fideicomisos hipotecarios**

El Fideicomiso realizará la adquisición y la inversión en portafolios hipotecarios de manera directa o indirecta a través de vehículos subyacentes.

El fiduciario realizará las emisiones de certificados bursátiles fiduciarios inmobiliarios para recibir y utilizar los recursos para adquirir, mantener, administrar y enajenar los derechos y activos relacionados con el portafolio hipotecario que serán el patrimonio del fideicomiso, realizar las distribuciones de conformidad con el contrato de fideicomiso.

Las distribuciones y los pagos al amparo de los certificados bursátiles fiduciarios inmobiliarios serán exclusivamente con cargo a los bienes que integran el patrimonio del fideicomiso.

Este patrimonio estará disponible para realizar pagos de las demás comisiones, honorarios, gastos, obligaciones e indemnizaciones del fiduciario, de conformidad con el contrato de fideicomiso. Por lo que las distribuciones a los tenedores de los certificados serán sobre la utilidad neta.

#### **E) Certificados de Capital de Desarrollo**

Son valores que emitirán fideicomisos, que apoyarán la canalización de recursos de inversión a sectores y actividades en crecimiento y aportarán flexibilidad y nuevas alternativas de diversificación de portafolios a inversionistas institucionales y calificados.

Se definen como títulos o valores fiduciarios destinados para el financiamiento de uno o más proyectos, o para la adquisición de una o varias empresas. Su rendimiento se vincula a los bienes o activos subyacentes fideicomitados. Los rendimientos otorgados no son producto del pago de principal ni de intereses predeterminados, sino del usufructo y beneficios de cada proyecto.

Están destinados a apoyar proyectos de infraestructura, inmobiliarios, minería, empresariales, desarrollo de tecnología y de capital privado.

### **1.7 Evidencia empírica**

Diversos análisis postulan que la actividad económica en el mercado de acciones y la actividad económica real tienen una relación de equilibrio y el primero puede servir para predecir el crecimiento económico de un país.

Eugene Fama (1981, pp. 545-565) encontró evidencia estadística de la relación positiva entre los rendimientos del mercado accionario y la futura actividad económica, gastos de capital, tasa de rendimiento del capital y producción. Concluyó que la tasa de crecimiento de la producción industrial era la única con una fuerte relación con los rendimientos del mercado accionario.

En otra investigación Pérez-López (1995) propuso un modelo simple de equilibrio general de una economía abierta con dos sectores semicomerciable y comerciable. La oferta agregada del bien semicomerciable como función del precio relativo sirve de base para establecer una relación inversa entre el producto interno bruto y el tipo de cambio real.

Utilizando técnicas de cointegración, se construye un modelo para determinar la existencia de una relación de equilibrio a largo plazo entre el índice de producción industrial y el índice del tipo de cambio real peso-dólar entre 1984 y 1994.

En otro trabajo hecho por Choi en 1999 se analiza la relación entre los rendimientos rezagados del mercado accionario y la tasa de crecimiento de la producción industrial para los países que integran el G7, utilizando pruebas de cointegración y causalidad.

El fundamento teórico que parte de esta relación se basa en el modelo de valuación fijo de caja descontado, que establece que el índice de precios del mercado accionario refleja las expectativas de los inversionistas acerca del comportamiento que tendrán las variables económicas en el futuro, tales como las ganancias corporativas o la producción industrial.

Si en promedio estas expectativas son correctas, los rendimientos rezagados deberían estar correlacionados con la tasa de crecimiento de la producción industrial. Los resultados muestran una correlación entre la tasa de crecimiento de la producción industrial y los rendimientos rezagados del mercado accionario.

Existe también una prueba de causalidad de largo plazo de Granger hecha por Habibullah (2000) a base del trabajo de Toda y Yamamoto en 1995 para probar la relación causal de los rendimientos del mercado de acciones y cinco variables

macroeconómicas. Estas variables son la oferta de divisas, el ingreso nacional, el nivel de precios del consumo, la tasa de interés y una tasa de cambio real efectiva.

El objetivo de la investigación es determinar si los rendimientos del mercado accionario son un indicador líder de la actividad económica futura. Se concluye que la oferta monetaria es un elemento que explica parte del comportamiento del nivel de precios del mercado accionario y que el nivel de precios del mercado afecta el ingreso nominal.

También se llega a la conclusión que el nivel de precios del mercado afecta el nivel de precios del consumo y que la tasa de interés afecta al nivel de precios del mercado de valores.

A partir de las premisas anteriores, se pretende realizar un análisis del mercado estadounidense y del mercado mexicano para medir el grado de desarrollo. Para esto se calculará el tamaño del mercado accionario mediante el índice de capitalización, el cual relaciona el valor del mercado accionario y el PIB. Posteriormente se pretende calcular el grado de liquidez que presentan ambos mercados a partir de la proporción entre la operación total y el PIB.

Como complemento se pretende analizar el comportamiento del ahorro como proporción del ingreso nacional y las tasas de interés en el periodo de 2008 a 2017. Analizar el comportamiento de estos indicadores permitirá realizar una comparación entre ambos mercados e identificar los rezagos en caso de existir algunos.

A través de estos rezagos se podrá idear la alternativa de benchmarking que busque mejorar estos indicadores y que podría permitir al mercado influir en el crecimiento económico.

#### **A) Tamaño del mercado accionario**

El tamaño que tiene el mercado tiene una correlación positiva con la habilidad de movilizar y diversificar el riesgo. Levine (2000, pp. 25-55) indica que, para medir el tamaño del mercado accionario, se utiliza la tasa de capitalización del mercado. Esta se obtiene del valor de las acciones domésticas listadas para transacciones domésticas dividido por el PIB.

La importancia de este indicador radica en que se trata de verificar como el tamaño del mercado accionario se encuentra positivamente correlacionado con su capacidad para actuar como eficiente medio para movilizar el capital y diversificar el riesgo.

El indicador de capitalización refleja el nivel de financiamiento accionario que alcanza un país a través del mercado accionario. En términos matemáticos, el valor del mercado es la suma de las acciones en circulación por sus últimos precios de mercado o valor en libros contables.

### **B) Grado de liquidez**

Los indicadores de liquidez son necesarios en el desarrollo del mercado accionario pues tienen una influencia positiva en el crecimiento económico al financiar más adecuadamente proyectos de inversión de gran tamaño y de largo plazo a partir de incentivar la adquisición de información sobre empresas y administradores.

Los mercados de acciones líquidos hacen que la inversión de largo plazo se vea más atractiva. Permiten que los ahorradores vendan acciones fácilmente y a bajo costo si necesitan usar sus ahorros. Las compañías también tienen beneficios al disfrutar de acceso permanente a capital mediante la emisión de acciones. Los mercados de esta manera mejoran la asignación de capital y ayudan al aumento de la productividad.

El indicador de liquidez que se pretende utilizar en este trabajo permite obtener una valoración relativa de las operaciones con respecto al tamaño de la economía. Complementa también al indicador del tamaño del mercado, pues un mercado puede ser grande pero poco activo. Esto ocasiona que los inversionistas tengan dificultad por realizar o liquidar sus inversiones, lo que limita la asignación óptima de los recursos financieros.

### **C) Ahorro interno**

El ahorro interno bruto es la cantidad de recursos públicos y privados con los que se cuenta para invertir en el país o en el resto del mundo. Permite observar el monto que los agentes económicos destinan al ahorro y es un indicador del funcionamiento

de la economía, pues permite calcular un promedio de ahorro per cápita y compararlo con otros países.

De acuerdo con reportes de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, los países que generan altos niveles de ahorro en general crecen más rápidamente que aquellos en los que los niveles de ahorro son menores. Sin embargo, la dirección de causalidad entre el ahorro y el crecimiento económico es difícil de establecer.

Lo que sí permite el ahorro es un monto mayor de recursos disponibles para la inversión. Esto puede tener efectos posteriormente en el mercado accionario y puede aumentar su influencia dentro del crecimiento económico.

El ahorro interno será calculado como proporción del ingreso nacional en cada economía para poder comparar ambos casos y analizar su comportamiento en el periodo seleccionado.

#### **D) Tasa de interés**

Es una herramienta de los bancos centrales para influir en la oferta monetaria dentro de cada país. Es una manera de controlar la inflación de los precios y tiene diversas repercusiones dentro de la economía (Carrizo, 1977)

Existe la tasa de interés activa y la real. La tasa activa es aquella que cobran los bancos por los préstamos a clientes de primera línea. Sin embargo, para conocer el verdadero poder adquisitivo de los ingresos se debe recurrir a la tasa de interés real. Al descontar el porcentaje de inflación anual de la tasa de interés activa obtenemos la tasa de interés real. A través de esta se puede calcular el porcentaje de ganancias posibles año con año.

Si la tasa de interés es alta, las empresas encuentran un problema al buscar financiar sus proyectos. Los créditos se ven encarecidos y las inversiones ya no son tan rentables como lo eran con menores tasas de interés.

En el caso contrario puede que las empresas se endeuden demasiado y ante una subida repentina de la tasa de interés, se pueden enfrentar a deudas impagables.

Debido a eso los bancos centrales deben mantener una estabilidad en la tasa de interés que permita a los agentes económicos adecuar sus condiciones al entorno.

El efecto que tiene sobre el mercado accionario también debe ser analizado, ya que si aumenta la tasa de interés ésta pierde su atractivo. Los inversionistas verán con mejores ojos poner su dinero en mercados de renta fija o depósitos bancarios, ya que estos les generan mejores beneficios y con un riesgo menor.

En el caso contrario, si las tasas de interés disminuyen, los inversionistas recurrirán al mercado de acciones porque buscan rendimientos que los otros mercados no pueden ofrecer.

## **CAPÍTULO 2: MERCADO ACCIONARIO EN ESTADOS UNIDOS**

El presente capítulo comienza con una breve introducción a la historia de este mercado de valores y se abarcan las diversas bolsas de valores que este incluye. Posteriormente se analizan el marco institucional y regulatorio. Para esto se especifican las distintas instituciones y leyes que existen dentro de este mercado, así como se presentan las funciones y objetivos que buscan cumplir. Esto se realiza para observar si cumplen con las formas de regulación presentadas en el primer capítulo.

Asimismo, se analizará el comportamiento de los indicadores mencionados en el capítulo I, los cuales son el tamaño del mercado accionario, el grado de liquidez, el ahorro interno y las tasas de interés. Esto puede indicar una posible razón de la influencia de este mercado y servirá posteriormente como comparación ante el mercado accionario mexicano.

Por último, se elaborará una serie de conclusiones a partir de lo visto dentro de este mercado, buscando identificar las fortalezas y debilidades, así como su influencia dentro de la economía estadounidense. Se busca analizar si los factores que tiene este mercado le otorgan la capacidad para influir en el grado de liquidez y posteriormente en el crecimiento económico.

Estas conclusiones servirán posteriormente para analizar las diferencias con el mercado accionario en México e idear a través de esas diferencias una serie de alternativas para implementarse mediante prácticas de benchmarking.

### **2.1 Particularidades del mercado accionario**

Estados Unidos es un país con una extensa historia financiera. Es un mercado de valores diferente al de los países europeos o asiáticos, ya que concentra el poder en un gran número de instituciones financieras. Esto posiblemente ha influido en su capacidad de concentrar el mercado de valores más grande de todo el mundo y que lo ha tenido en el liderato económico.

En efecto, aproximadamente cada tres días, las complejas redes de fibras ópticas, situadas debajo de las calles de Nueva York transfieren una suma de dinero igual al producto total generado en un año por las compañías americanas, y cada 2 semanas, el flujo monetario transferido en este inmenso centro financiero, iguala el tamaño del producto interno bruto mundial de un año. Análogamente sumas monetarias similares pasan en un gran flujo y reflujo a través de las calles de Tokio, Londres, Frankfurt, Chicago y Hong Kong (Kurtzman, 1993).

El surgimiento de este mercado de valores ocurrió durante la Guerra Revolucionaria, debido a la falta de fondos por parte del gobierno para pagar los esfuerzos de guerra. Para obtener los fondos necesarios, el gobierno emitió bonos con una promesa de pago en el futuro y que fueron reportados en el Acuerdo de Buttonwood. En este acuerdo se establecía una tasa de comisión mínima cobrada a los clientes y se reportaban todas las transacciones realizadas, según Banner (1998, p. 113)

Después de la Guerra Revolucionaria, los portadores de esos bonos comenzaron a cambiarlos por una compensación inmediata. Esto creó la necesidad de un lugar para intercambiar estos títulos, así como otros productos básicos. Los centros comerciales cubrieron esta necesidad en un primer momento, pero evolucionaron después de unos años en las bolsas de valores.

En la última década del Siglo XVIII, veinticuatro de los principales miembros de la comunidad financiera de Nueva York reconocieron la necesidad de estas bolsas de valores para intercambio de títulos. Se creó la Oficina de Intercambio de Seguridad, que mantendría este nombre hasta 1863 cuando se denominó la Bolsa de Valores de Nueva York o NYSE, por sus siglas en inglés. (Gardner, 1993).

Desde su inicio se comerciaban mayormente los títulos de empresas ferroviarias, pero fueron adoptando poco a poco títulos de empresas industriales y de servicios públicos. Los anteriores representaban el 29% y 10% respectivamente de todas las acciones comercializadas en 1895, según O'Sullivan (2007, p. 498).

Según la autora, esta bolsa comenzó aceptando una gran cantidad de empresas a través de su departamento no listado. Este departamento se expandió mucho en

esa época y ofrecía un mercado altamente concentrado. Se generó mucha controversia por la existencia de este departamento pues representaba dos puertas de entrada a la bolsa de valores. Una puerta con altos requisitos y otra con acceso para todas las empresas.

A pesar de la controversia, se mantuvo este departamento mientras que NYSE reforzaba los requisitos para un listado completo en el *Big Board*. Desde 1895, la NYSE comenzó a pedir reportes anuales y en 1900 afirmó que estos reportes eran un requisito de inclusión.

En su editorial para *Wall Street Journal* en 1899, Charles Dow observó el volumen de negociación de acciones industriales, así como su novedad en el mercado de valores de Estados Unidos. Dow también señaló la asociación entre el aumento de las existencias industriales y el movimiento de consolidación.

Señaló que el aumento de las nuevas listas de empresas industriales durante el periodo 1896-1905 estuvo vinculado al Gran Movimiento de Fusión. De las setenta empresas industriales cuyas acciones fueron admitidas a cotización en NYSE durante este periodo, más de dos tercios de ellas fueron producto de importantes consolidaciones.

Muchas de estos títulos de empresas industriales provenían del departamento de no listado. Para inicios de 1900 el volumen de negociación de valores no cotizados era entre 20 y 40% del total de valores cotizados en NYSE, y el porcentaje era mayor para los títulos de empresas industriales, según Stedman (1906, p. 1).

Sin embargo, en 1910, la NYSE optó por eliminar este departamento, por lo que ahora todas las emisoras debían aplicar por admisión a la lista regular de acciones. Esto se dio como respuesta a la recomendación de la Comisión de Hughes, la cual en 1908 investigó el rol que tuvo el mercado de valores dentro de la crisis económica de 1907. La decisión de cerrar este departamento fue significativa debido al aumento de los títulos de empresas industriales (Meeker, 1922, p. 425).

Charles Dow (1900) predijo la importancia de las empresas industriales dentro del mercado de valores y como medio especulativo para los inversionistas de ese país.

A principios del Siglo XX esto se volvió realidad, pero fue hasta después que la Primera Guerra Mundial impulsó la transformación de la introducción de la NYSE en un mercado comercial dominado por acciones industriales y de servicios públicos.

Aun cuando el mercado de valores de Estados Unidos es hoy en día visto como uno de los más sofisticados en el mundo, varios historiadores económicos han enfatizado en su bajo desarrollo durante el Siglo XIX en comparación a otros países como Francia, Inglaterra o Alemania, según Davis (1966, p. 255).

Siguiendo este análisis, Rajan y Zingales (2003, p. 194) concluyen, basados en una serie de indicadores, que el mercado de valores estadounidense estaba “relativamente subdesarrollado” en el comienzo del Siglo XX y en comparación a otros mercados de economías industriales avanzadas.

Sin embargo, en un análisis de estos descubrimientos, Richard Sylla (2006, p. 401) sugiere que las medidas adoptadas por Rajan y Zingales subestiman el tamaño que en realidad tenía este mercado, ya que no se estudiaban las transacciones de todas las bolsas de valores.

Existe poca evidencia del tamaño que tenía este mercado durante el Siglo XIX y el comienzo del Siglo XX. Sin embargo, es sabido que la Primera Guerra Mundial y los años veinte fueron cruciales para su desarrollo y diversificación. Para 1930, el mercado de valores en Estados Unidos se había vuelto un mercado grande y ampliamente diversificado para las acciones de empresas industriales, de servicios públicos y ferroviarias (O’Sullivan, 2007, p. 492).

Esta expansión le ayudó al mercado a superar la Gran Depresión de 1929, una de las peores crisis en la historia del mercado de valores con una pérdida de 30 mil millones de dólares causada por la negociación en pánico de 16 millones de acciones.

En 1987, este mercado sufrió otra crisis con una pérdida por 500 mil millones de dólares. Esta se debió a que las computadoras habían sido programadas para vender acciones a umbrales de precios específicos. Se produjo un efecto dominó al liquidarse miles de acciones y no encontrar demanda u oferta en el mercado. Esto

provocó que se implementaran reglas especiales para permitir la anulación de protocolos automatizados y para fomentar la prevención de este tipo de desastres.

Por último, la crisis de las hipotecas subprime en 2008 puso en el centro del peor colapso financiero desde la Gran Depresión al mercado de bonos estadounidense. Debido al mal manejo de las hipotecas de alto riesgo por los bancos de inversión, el gobierno tuvo que anunciar un rescate federal por varios billones de dólares que buscaba evitar el colapso del sistema financiero de Estados Unidos. Sin embargo, se produjo el colapso de los precios de las viviendas y en todo el país hubo incautaciones de viviendas.

Cabe recalcar que en el reporte de *Global Financial Centres Index* realizado en el 2018, Estados Unidos cuenta con 3 bolsas de valores dentro de los 15 primeros lugares. NYSE se posiciona en la primera posición, mientras que las bolsas de valores de San Francisco y Los Ángeles se encuentran en las posiciones 12 y 13 respectivamente.

### **2.1.1 NYSE**

La bolsa de valores bursátiles más grande es la de Nueva York. Es la más capitalizada en el mundo y la más representativa debido al rol que tiene el dólar en las actividades internacionales.

Todos los ojos del mundo se plantan sobre esta bolsa debido a su gran valor de capitalización de 19.6 billones de dólares en el 2017. Esta cifra representa el 30.25% del valor de mercado de las bolsas de todo el mundo (Wright, 2018).

En esta bolsa de valores cotizan las mayores empresas de Estados Unidos, ya que las condiciones de entrada en esta bolsa de valores corresponden a los beneficios de la empresa, el número de acciones difundidas y el valor de los activos.

Los requisitos que señala la NYSE para que una empresa liste sus acciones en bolsa son:

1. Un requisito importante señalado por la NYSE es contar con un mínimo de 400 accionistas que posean más de 100 acciones, así como tener al menos

- 1.1 millones de acciones que cotizan en bolsa y tener un valor de mercado de acciones públicas por al menos 40 millones de dólares.
2. El precio de las acciones emitidas será mínimo de 4 dólares por acción.
3. Las ofertas públicas iniciales, las escisiones de compañías existentes o afiliadas necesitan un valor de mercado de al menos 100 millones de dólares.
4. Demostrar la rentabilidad y cumplir con uno de los dos estándares básicos de ganancias. El primero es el ingreso agregado antes de 10 millones de dólares para los tres años anteriores, con al menos 2 millones de dólares en cada uno de los dos años más recientes. También es posible demostrar un mínimo de 200 millones de dólares como valor de capitalización.
5. Para una empresa extranjera, se exige una firma de corretaje miembro que certifique la profundidad del mercado y la liquidez de las acciones de la compañía.
6. Presentar los artículos de incorporación, estatutos y resoluciones de la compañía, así como información sobre la organización y datos de contacto de los ejecutivos clave.

Esta bolsa de valores cuenta con una amplia discreción para cotizar compañías y solo cotizará acciones que considere adecuadas para el proceso de negociación de subastas del mercado, en el que las órdenes de compra y venta se igualan en el piso de intercambio.

Inclusive cuando una empresa cumple los requisitos básicos para cotizar en bolsa, esta puede ser rechazada con criterios más estrictos. Una vez aceptadas, puede comenzar con la negociación de acciones en un plazo de cuatro a seis semanas.

NYSE posee únicamente un mercado al contado, pero también se puede entrar al mercado mediante el uso de créditos. Su gran tamaño y presencia global surgió a partir de una serie de fusiones.

La compañía comenzó como NYSE antes de añadir el American Stock Exchange y fusionarse con Euronext. Fue comprada en 2011 en un trato por 11 mil millones de dólares por Intercontinental Exchange, una empresa de futuros estadounidense, después de ser negada esta oferta dos veces (Das, 2012).

### 2.1.2 NASDAQ

El otro departamento de la bolsa de Nueva York es el NASDAQ. Nació en 1971 y no posee criterios de entrada estrictos. Es completamente electrónica y recibe un gran número de empresas que experimentan un gran crecimiento. Lista más de 7'000 acciones de pequeña y mediana capitalización, y de sectores tecnológicos, electrónica, informática y telecomunicaciones.

Reúne la mayoría de los valores cotizados del mundo con un total de 3'800 compañías y corporaciones. Su volumen de intercambio por hora supera al de cualquier otra bolsa de valores, concentrando más de 6'000 acciones de pequeña y mediana capitalización.

En este mercado se comercian los valores electrónicos y tecnológicos. Fue creado por la Asociación Nacional de Comerciantes de Valores (NASD por sus siglas en inglés) para facilitar a los inversionistas el intercambio de valores dentro de un sistema computadorizado y transparente. Según el último *NASDAQ Performance Report*, su índice incluye más de 3'000 acciones que incluyen a los gigantes del mundo tecnológico como Apple, Alphabet o Microsoft.

De acuerdo con el *Initial Listing Guide* de NASDAQ, página 7, para aparecer en el sistema de intercambio e informes de NASDAQ, se deben cumplir los siguientes requisitos:

1. Contar con un capital contable de 2 millones de dólares.
2. Tener al menos 100'000 acciones de flotación pública.
3. Tener un mínimo de 300 accionistas.
4. Totalidad de activos de 4 millones de dólares.
5. El precio de oferta mínimo por acciones debe ser 3 dólares.

Con su matriz en Nueva York, operan en 26 mercados, principalmente de acciones y derivados, cuenta con 3 cámaras de compensación y tiene 5 depósitos de valores en Estados Unidos y Europa. Es parte del S&P 500 desde el 2008 y su tecnología es usada en más de 50 países.

Se desarrolló como una alternativa al sistema especializado e ineficiente que existía. Se benefició de la creciente innovación tecnológica, lo que lo ha vuelto un estándar dentro del intercambio de valores. Con el creciente sector tecnológico, el índice se ha vuelto un referente para analizar este sector a tal punto que la crisis de los años 90 se analiza principalmente a través de su comportamiento (Girón, 2002).

Estas compañías han surgido gracias a las oportunidades dentro del mercado financiero estadounidense y han ganado tal influencia que hoy en día son referentes en el mundo. Al estudiar su comportamiento se revelan muchas condiciones del mercado estadounidense y tener un mercado tan grande puede ser un factor determinante dentro del liderazgo económico con el que cuenta Estados Unidos.

## **2.2 Marco institucional**

Para controlar un mercado grande y tan importante como el de Estados Unidos se requieren diversas instituciones y agencias que trabajen en conjunto para asegurar el funcionamiento correcto y para otorgar las condiciones óptimas del mercado. Se utilizan los estándares más altos de calidad para esto y esto solo ha ayudado a que cada día haya más usuarios de este mercado.

Las diversas organizaciones que existen en el sistema financiero estadounidense se mencionan a continuación. Son el resultado de las diversas crisis que han ocurrido en ese país.

No todas influyen directamente dentro del mercado accionario, pero sin embargo ayudan a otorgar condiciones más eficientes y aumentan la certidumbre para los inversionistas y para las empresas que requieran financiamiento. Las instituciones son:

- A) Comisión de Valores y Bolsa de Comercio
- B) Sistema de la Reserva Federal
- C) Comisión de Comercio de Futuros de Commodities
- D) Autoridad Reguladora de la Industria Financiera
- E) Corporación para la Protección de Valores del Inversor
- F) Corporación Federal de Seguros de Depósitos

### **A) Comisión de Valores y Bolsa de Comercio (SEC)**

Es una agencia federal independiente responsable de proteger a los inversionistas al mantener el funcionamiento justo y ordenado del mercado y facilitando información financiera.

Fue creado por el Congreso en 1934 a partir de la Ley de Intercambio de Valores en su sección 4<sup>a</sup>, como el primer regulador financiero y promueve la completa información pública, protege a inversionistas de prácticas fraudulentas y monitorea las fusiones entre empresas de los Estados Unidos.

Dicho artículo establece cinco comisionados nombrados por el presidente para la Comisión, los cuales no podrán participar en ningún otro negocio ni participar directa o indirectamente en operaciones bursátiles sujetas a la operación de la SEC.

Las responsabilidades en materia de determinaciones judiciales de la Comisión son llevadas a cabo a través de jueces administrativos, y los demás poderes administrativos de la Comisión son manejados a través de con cuatro divisiones (Hazen, 2005):

1. División de Cumplimiento: Se responsabiliza de investigar las violaciones a las leyes en materia de valores. La Comisión cuenta con acciones de cumplimiento y acciones administrativas a ser impuestas cuando se cometa una violación a las normas por parte de emisores registrados, sus oficiales o empleados o algún bróker-dealer registrado.
2. División de Finanzas Corporativas: Se ocupa de revisar que los documentos de registro cumplan con los requisitos de revelación de información de información contenidos en las leyes de valores.
3. División de Regulación de Mercados: Expide las políticas relacionadas con las bolsas de valores, los mercados over-the-counter y los bróker-dealers.
4. División de Administración de las Inversiones: Regula bajo la Ley de Inversión en Compañías de 1940 y la Ley de Consejos de Inversión de 1940.

Se fundó esta agencia como resultado de la crisis de 1929, ya que los títulos de muchas compañías perdieron totalmente su valor por el mal uso de información. Esto llevó a que la sociedad perdiera su confianza en el mercado de valores.

Con su creación se le dio la responsabilidad de administrar la regulación provista por las siete leyes en materia de valores. La Comisión conduce esta responsabilidad con cada uno de los cuatro poderes administrativos básicos de la agencia: elaboración de normatividad, determinaciones judiciales, investigación y cumplimiento.

Durante la última parte del siglo XX, los poderes administrativos de la SEC se expandieron significativamente. Poseen ahora la capacidad de imponer penas por daño triplicado por violaciones en transacciones internas y la capacidad de imponer penas civiles en procedimientos administrativos. La única autoridad de tipo administrativo que la Comisión no tiene es el poder para fallar disputas entre litigantes individuales (Barber, 2000).

La SEC ha sido la principal agencia encargada de mantener un orden en el mercado financiero de Estados Unidos. Después de la crisis de 2008, fue fundamental en enjuiciar a las instituciones que fueron cómplices de la crisis y ayudó a devolver millones de dólares a los inversionistas.

Fueron 204 entidades multadas y se recolectaron cerca de 4 mil millones de dólares en multas. Según el NY Times, Goldman Sachs por su parte tuvo que pagar 550 millones de dólares a causa de sus actos.

### **B) Sistema de la Reserva Federal (FED)**

Este organismo funciona como el banco central de los Estados Unidos y busca promover la operación de la economía y el interés público. Según la FED, desarrolla cinco tareas fundamentales para la economía del país:

1. Conduce la política monetaria para promover el empleo y la estabilidad de precios y tasa de interés en el largo plazo.
2. Promueve la estabilidad del sistema financiero y busca minimizar el riesgo sistémico.

3. Promueve la seguridad de las instituciones financieras y monitorea su impacto sobre el sistema financiero.
4. Fomenta el sistema de pagos y la eficiencia a través de servicios al sistema bancario. Esto busca facilitar los pagos con dólares y otras transacciones.
5. Protege a los consumidores a través de regulaciones, leyes y estudios sobre el mercado.

### **C) Comisión de Comercio de Futuros de Commodities**

La CFTC es una institución encargada de fomentar los mercados abiertos, transparentes, competitivos y financieramente estables. Trabaja para evitar el riesgo sistémico y su principal objetivo es cuidar a los usuarios del mercado de fraudes, manipulación y prácticas abusivas relacionadas con los derivados u otros productos relacionadas al Acta de Comercio de Mercancías.

Para promover la integridad del mercado se crean varias políticas en contra de los abusos en el mercado de derivados. Así busca minimizar el riesgo de los futuros y el mercado de swaps hacia la economía (Ackermann, 2014).

Fue establecida en 1974 como una agencia independiente, asumiendo las responsabilidades que el Departamento de Agricultura tenía desde 1920 y encargándose de la autoridad regulatoria sobre el mercado de futuros. Este mercado ha existido en Estados Unidos desde 1860 con productos derivados como el trigo, maíz y el algodón.

Con el tiempo, el mercado se ha ido desarrollando y ha incluido a otros productos como metales, energéticos o contratos por productos financieros. Se ha vuelto tan importante y esencial este mercado en la economía estadounidense para que los inversionistas y negocios administren su riesgo. Muchos utilizan este mercado para garantizar un precio o un interés. Esto ayuda a concentrarse en innovar, producir bienes y servicios, y crear empleos (Murphy, 2015).

### **D) Autoridad Reguladora de la Industria Financiera**

La FINRA es la encargada de proteger al inversionista y la integridad del mercado a través de una regulación efectiva y eficiente de las Casas de Bolsa. No es parte

del gobierno, pero es una organización sin fines lúdicos autorizada por el Congreso para proteger al inversionista americano al asegurarse que las Casas de Bolsa operen de manera justa y honesta.

En orden a cumplir sus objetivos, esta organización escribe y refuerza las leyes que gobiernan los registros de transacciones de Casas de Bolsa, examina las firmas de conformidad con esas leyes, fomenta la transparencia de mercado y educa a los inversionistas.

Su regulación juega un rol crítico en el sistema financiero americano al pedir altos estándares éticos, llevando los recursos y experiencia necesarios para la regulación, y reforzando la seguridad para el inversionista y la integridad del mercado. Todo esto realizado a un costo nulo para los pagadores de impuestos (Frankowski, 2013).

Cada inversionista recibe la protección que merece y se aseguran todas las condiciones para realizar el intercambio de productos financieros. Así, en el año 2017, la agencia logró a través de una vigilancia agresiva sancionar con 1'369 multas contra Casas de Bolsa y empresas.

Según ThinkAdvisor, se recaudó un total de 65 millones de dólares en multas y se entregaron 850 casos de fraude a la SEC por litigación o prosecución.

### **E) Corporación para la Protección de Valores del Inversor**

La SIPC es una organización sin fines de lucro creada por decreto del Congreso para proteger a los clientes de Casas de Bolsa que son forzadas a entrar en bancarrota (Murphy, 2015).

Es un seguro que provee a sus miembros hasta \$500'000 de cobertura por el dinero y los valores que sean de su propiedad. Les devuelve a sus miembros sus valores y fondos lo antes posible cuando una Casa de Bolsa entra en bancarrota, tiene problemas financieros o desaparece los activos de sus miembros.

Su misión no es investigar el fraude o crímenes dentro del mercado financiero, sino que simplemente asegura un retorno de valores a sus miembros en caso de algún problema financiero.

El fondo de esta organización fue establecido con el propósito de cubrir sus gastos. Proviene del dinero de sus miembros y del interés que obtiene el gobierno de Estados Unidos por sus valores.

### **F) Corporación Federal de Seguros de Depósitos**

Es una agencia federal independiente que asegura los depósitos en bancos en caso de que estos tengan fallos o caigan en bancarrota. Fue creada en 1933 para mantener la confianza del público estadounidense y para impulsar la estabilidad en el sistema financiero a través de la promoción de prácticas bancarias seguras. Hasta la fecha asegura depósitos de hasta \$250'000, siempre y cuando la institución sea un miembro de esta agencia.

Su primer objetivo es prevenir la práctica de los clientes de un banco de correr por sus depósitos al escuchar que estos fallan. Esta práctica fue devastadora durante la Gran Depresión ya que los bancos no podían cubrir los altos números de retiros bancarios. La creación de esta agencia ha resultado en una garantía para la seguridad de los depósitos más allá de la confianza en la estabilidad de un banco.

Al contar con varios miembros en esta agencia, los bancos pueden lidiar con los problemas más fácilmente y devolver el dinero a sus clientes en circunstancias controladas.

Aun cuando esta agencia no cubre las acciones o los bonos, es una garantía para los usuarios del sistema financiero de que su dinero no corre el riesgo de desaparecer con un banco. Esto mejora la confianza en el sistema financiero y aumenta el número de posibles inversionistas.

Dentro del marco institucional se pueden encontrar diversos organismos que permiten los procesos de emisión, colocación, distribución e intermediación de los instrumentos financieros. La SEC es la principal institución encargada de estas tareas, pero se apoya en las distintas divisiones y en la Reserva Federal para lograr

esto, así como en un marco regulatorio que le permite actuar y que se presenta en el siguiente apartado.

Se cumplen con las cuatro formas de regulación gubernamental dentro del mercado accionario, pues se hace pública toda la información financiera para los inversores actuales y potenciales, así como se regulan las actividades financieras, las instituciones financieras y a los participantes foráneos.

Al cumplir el gobierno con esta regulación, el mercado puede llevar a cabo las distintas funcionalidades para influir en el crecimiento económico como la reducción de riesgo, la adquisición de información sobre inversiones y asignación de recursos, la supervisión de administradores y el control de las empresas, así como la facilitación del intercambio y la movilización del ahorro.

### **2.3 Marco regulatorio**

Las instituciones anteriormente mencionadas deben tener un marco regulatorio extenso para poder apoyarse y llevar a cabo sus actividades. El marco regulatorio obliga a las instituciones y a los demás participantes del mercado accionario a actuar con apego a la Ley y genera un ambiente más idóneo para el intercambio de valores.

Dependiendo del objetivo de la institución, se basará en un conjunto de leyes que dictan su comportamiento y que le asignan un sector del mercado en específico para cuidar los intereses de todos los participantes.

La SEC lleva un registro de todas las transacciones y los agentes económicos que desean utilizar los servicios que ofrece el mercado financiero. Para llevar a cabo sus operaciones se apoya de un extenso marco legislativo:

- A) Ley de Seguridad de 1933
- B) Ley de Intercambio de Valores de 1934
- C) Ley de Inversión en Compañías de 1940
- D) Ley de Consejos de Inversión de 1940
- E) Ley de Sarbanes-Oxley de 2002

F) Ley de Protección al Consumidor de 2010

G) Ley JOBS de 2012

Actualmente hay reformas en cuanto a la legislación del mercado accionario debido a los fraudes contables y escándalos dentro de este sector. Se busca propiciar un ambiente bajo en incertidumbre en el que se lleven a cabo transacciones justas para todos los agentes económicos involucrados (Murphy, 2015).

### **A) Ley de Seguridad de 1933**

Esta ley tiene dos objetivos básicos:

1. Exigir que los inversionistas reciban la información financiera completa, así como otra información importante sobre los valores que se ofrecen a la venta pública (Sección 2)
2. Prohibir los engaños, tergiversaciones y otros fraudes en la venta de valores (Sección 2A)

Para realizar estos objetivos, se guía de un medio principal. El registro de valores permite la divulgación de la información y a los inversionistas hacer juicios informados sobre la compra o venta de valores de una empresa.

Sin embargo, según la SEC no se garantiza la información precisa y los inversionistas que sufran pérdidas tienen derechos de recuperación si comprueban que hubo una divulgación incompleta o inexacta de información.

En general, los formularios de registro de valores requieren una descripción de las propiedades y negocios de la empresa, una descripción del valor que se ofrecerá en venta, información sobre la gestión de la empresa, y los estados financieros certificados por contadores independientes. Poco después esta información es sometida a prueba y se hace pública poco después de ser aceptada.

La SEC exime a muchas pequeñas ofertas del proceso de registro para fomentar la formación de capital al reducir el costo de ofrecer los valores al público.

### **B) Ley de Intercambio de Valores de 1934**

El Congreso crea esta ley y junta a ella la Comisión de Valores y Bolsa de Comercio (SEC). Esta ley faculta a la SEC con amplia autoridad sobre todos los aspectos del mercado de valores. En esto se incluye el poder de registrar, regular y supervisar a las agencias de corretaje, los agentes de transferencia y las agencias de compensación, así como a las organizaciones autorreguladoras de valores (Sección 10B).

La ley también identifica y prohíbe ciertos tipos de conducta en los mercados y otorga a la SEC poderes disciplinarios sobre las entidades reguladas y las personas asociadas con ellos (Sección 3).

También regula la divulgación en los materiales utilizados para la solicitud de votos de accionistas en las reuniones anuales o especiales celebradas para la elección de directores o la aprobación de otras acciones corporativas. Esta información debe presentarse ante la Comisión antes de cualquier solicitud para garantizar el cumplimiento de las reglas de divulgación.

La SEC obtiene facultad por esta ley para exigir informes periódicos de información por parte de compañías con valores que cotizan en bolsa (Sección 10A). Las compañías con más de 10 millones de dólares y con valores en manos de 500 o más accionistas deben otorgar reportes anuales.

Requiere la divulgación de información importante por parte de cualquiera que busque adquirir más del 5 por ciento de los valores de una empresa mediante compra directa u oferta pública (Sección 156).

### **C) Ley de Inversión en Compañías de 1940**

La Ley de Inversión en Compañías creada en 1940 regula la organización de compañías, incluidos los fondos mutuos, que se dedican principalmente a invertir, reinvertir y negociar los valores ofrecidos al público inversor (Sección 2).

Está diseñada para minimizar los conflictos de intereses que surgen en estas operaciones complejas. La ley exige que se revele la condición financiera de estas compañías y sus políticas de inversión a los inversores cuando las acciones se venden inicialmente y, posteriormente, de manera regular (Sección 54).

El enfoque de esta ley está en la divulgación al público inversor de información sobre el fondo y sus objetivos de inversión. Esta ley no le permite a la SEC supervisar directamente las decisiones o actividades de inversión o juzgar los méritos de inversión.

#### **D) Ley de Consejos de Inversión de 1940**

Esta ley regula a los asesores de inversiones. Con ciertas excepciones, esta ley requiere que las empresas o los profesionales independientes compensados por asesorar a otros sobre inversiones en valores deben registrarse ante la SEC y cumplir con las regulaciones diseñadas para proteger a los inversionistas (Sección 202).

#### **E) Ley de Sarbanes-Oxley de 2002**

Esta ley ordenó una serie de reformas para mejorar la responsabilidad corporativa, mejorar las divulgaciones financieras y combatir el fraude corporativo y contable. Creó el Consejo de Supervisión de Contabilidad de la Empresa Pública para supervisar las actividades de los auditores (Fernández, 2007).

#### **F) Ley de Protección al Consumidor de 2010**

La Ley de Reforma y Protección al Consumidor de Wall Street de Dodd-Frank se firmó en el 2010 por el presidente Barack Obama. Se propuso reformular el sistema regulatorio de los Estados Unidos en una serie de áreas como la protección al consumidor, las restricciones comerciales, las calificaciones crediticias, la regulación de productos financieros, el gobierno corporativo y la divulgación (Guida, 2018).

#### **G) Ley Jobs de 2012**

Esta ley se promulgó en abril de 2012 con el objetivo de ayudar a las empresas a recaudar fondos en los mercados de capital público minimizando los requisitos regulatorios (Barnett, 2013).

Dentro del marco regulatorio se pueden observar leyes emitidas hace varios años, pero que siguen vigentes, y otro marco regulatorio más actual que busca cubrir las irregularidades que se pudieran presentar. Este conjunto de leyes son las

herramientas que le permiten a las instituciones financieras actuar contra las malas prácticas dentro del mercado accionario y que permiten propiciar un ambiente idóneo para el comercio de valores.

Sin embargo, el marco regulatorio en conjunto es capaz de cumplir con la regulación gubernamental necesaria dentro del mercado accionario al regular a los distintos participantes y permitir el acceso a la información pública por parte de los inversionistas actuales y potenciales.

## **2.4 Evidencia empírica en Estados Unidos**

En este subcapítulo se pretende analizar el comportamiento del tamaño del mercado accionario, el grado de liquidez, el ahorro interno y las tasas de interés en Estados Unidos en el periodo de 2008 a 2017. Esto se realiza para observar si existe una relación entre la actividad económica del mercado accionario y la actividad económica del país.

En el capítulo I se observó que el mercado accionario es capaz de movilizar el ahorro, servir como una alternativa de financiamiento para las empresas, así como colocar fondos de capital para financiar inversiones productivas y cumplir con la transformación de riesgos. Esto depende del grado de desarrollo que tenga.

Así que se observará si el buen comportamiento de los indicadores anteriormente mencionados permite aumentar el grado de desarrollo del mercado accionario y su influencia en el crecimiento económico.

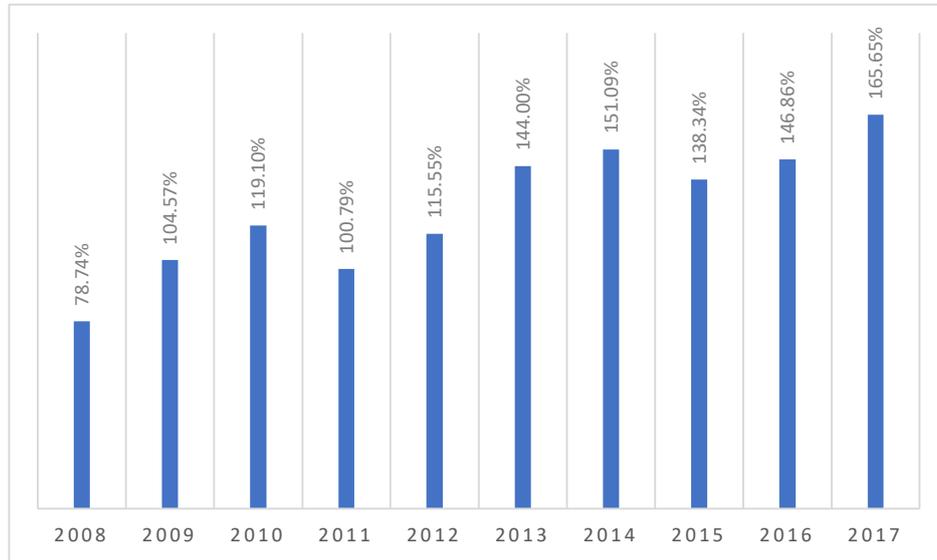
### **A) Participación del mercado accionario en la economía estadounidense**

El mercado accionario en Estados Unidos cuenta con una alta participación dentro de la economía. Esto indica un escenario positivo según Levine (2000, pp. 25.55), quien nos indica que el tamaño del mercado tiene una correlación positiva con la habilidad de movilizar y diversificar el riesgo.

Se puede observar en la gráfica 2.4.1:1 que en el periodo de 2008 a 2017, el porcentaje que representa oscila entre el 75 y 170%. Esto indica que el valor de

acciones negociadas en este mercado está cerca de duplicar la producción de la economía en el último año de estudio.

Gráfica 2.4.1:1 Tamaño del mercado accionario en Estados Unidos (% PIB)



Fuente: Elaboración propia con datos de Banco Mundial

Se puede observar que el máximo se presenta en el 2017 con un total de 165.65%, mientras que el mínimo se presenta en el 2008 con un total de 78.74%. La tendencia es ascendente en casi todo el periodo y permite observar que después de la crisis de 2008, el mercado no representaba un gran porcentaje dentro de la economía estadounidense.

Sin embargo, ha logrado ir aumentando su participación año con año. Esto nos indica que el mercado estadounidense se ha vuelto más eficaz como medio para movilizar el capital y diversificar el riesgo.

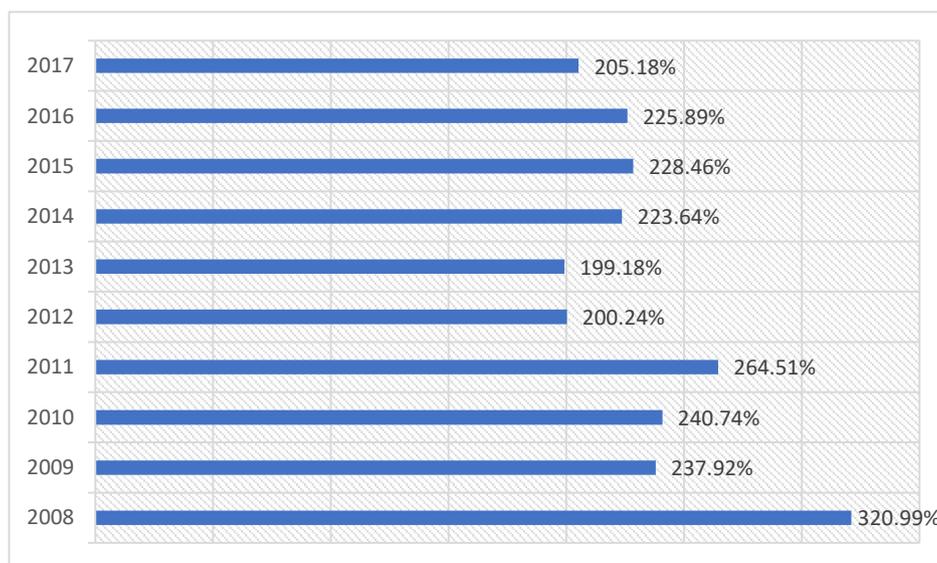
El promedio de participación del mercado accionario en la economía de Estados Unidos dentro del periodo de 2008 a 2017 es de 126.47%.

### **B) Grado de liquidez en el mercado**

La liquidez representa la rapidez con la que los activos pueden ser convertidos en dinero. Así que al analizarse el grado de liquidez se pretende observar una valoración relativa de las operaciones con respecto al tamaño de la economía.

Esto indica si existe una influencia positiva en el crecimiento económico que permita financiar más adecuadamente los proyectos de inversión de gran tamaño y de largo plazo, pues hay un incentivo a la adquisición de información sobre empresas y administradores.

Gráfica 2.4.2:1 Grado de liquidez en el mercado estadounidense



Fuente: Elaboración propia con datos de Banco Mundial

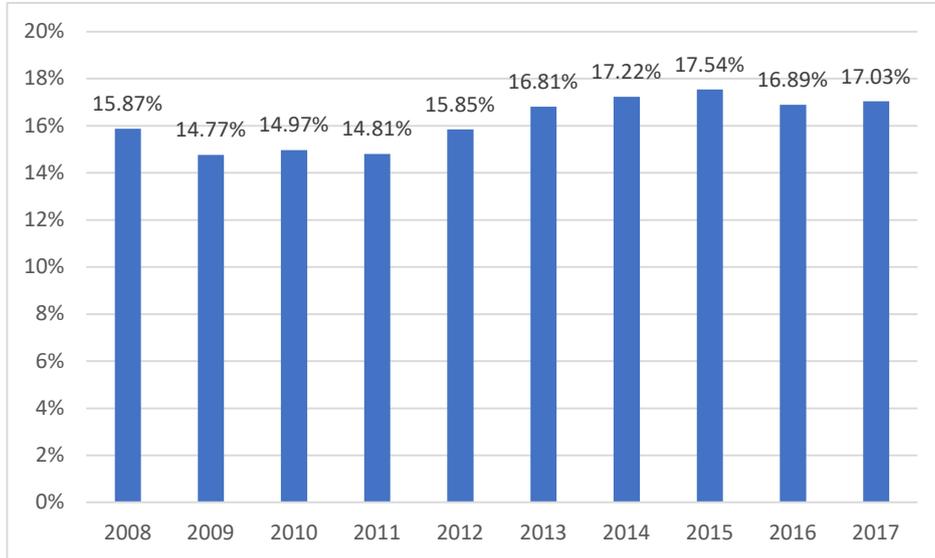
El grado de liquidez dentro del mercado estadounidense ha pasado de 320.99% en el 2008 a un 205.18% en el 2017. Durante este periodo ha tenido una serie de altibajos, con el año 2011 representando el segundo valor más alto (264.51%) después del 2008. El mínimo es en el año 2013, cuando el grado de liquidez solo alcanzó un 199.18%

Si bien ha disminuido en el grado de liquidez desde el 2008 al 2017, sigue correspondiendo a un alto grado de liquidez que permite a los inversionistas y a las empresas realizar sus actividades dentro del mercado accionario.

Los inversionistas pueden mover rápidamente su dinero y las empresas al emitir acciones obtienen un rápido financiamiento. El mercado accionario estadounidense es entonces una fuente importante de financiamiento para las empresas y puede ser un fuerte influyente dentro del crecimiento económico de Estados Unidos.

### C) Comportamiento del ahorro interno bruto

Gráfica 2.4.3:1 Ahorro interno bruto en Estados Unidos (% PIB)



Fuente: Elaboración propia con datos de Banco Mundial

La cantidad de recursos públicos y privados que se invierten en un país es indicada por el ahorro interno bruto. Entre mayor sea el ahorro interno bruto, mayor será la cantidad de recursos disponibles para invertir en el mercado accionario.

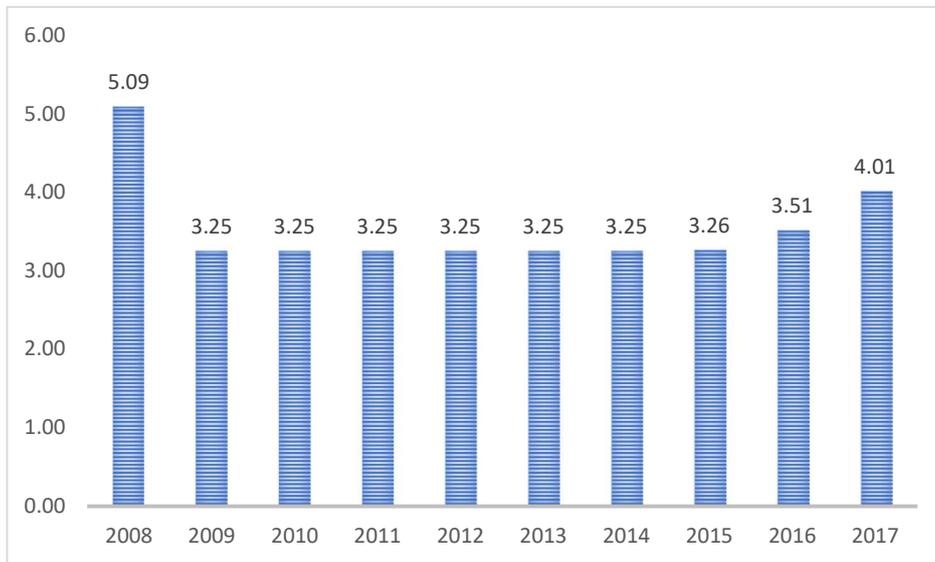
Podemos observar que el ahorro interno bruto se ha mantenido en un nivel de 14% a 17.5% durante el periodo de 2008 a 2017. Los estadounidenses han destinado más de una décima parte del PIB a inversiones, siendo el año de 2015 el más alto con un porcentaje de 17.54%. El año en el que menos recursos con relación al PIB se invirtieron fue en 2009 con solo el 14.77%.

Parece haber una relación entre la estabilidad de la tasa de interés y el ahorro, ya que en ningún caso se presentan grandes altibajos.

### D) Comportamiento de la tasa de interés

La tasa de interés activa se refiere a aquella que cobran los bancos por los préstamos a clientes de primera línea.

Gráfica 2.4.4:1 Tasa de interés activa en Estados Unidos (puntos porcentuales)



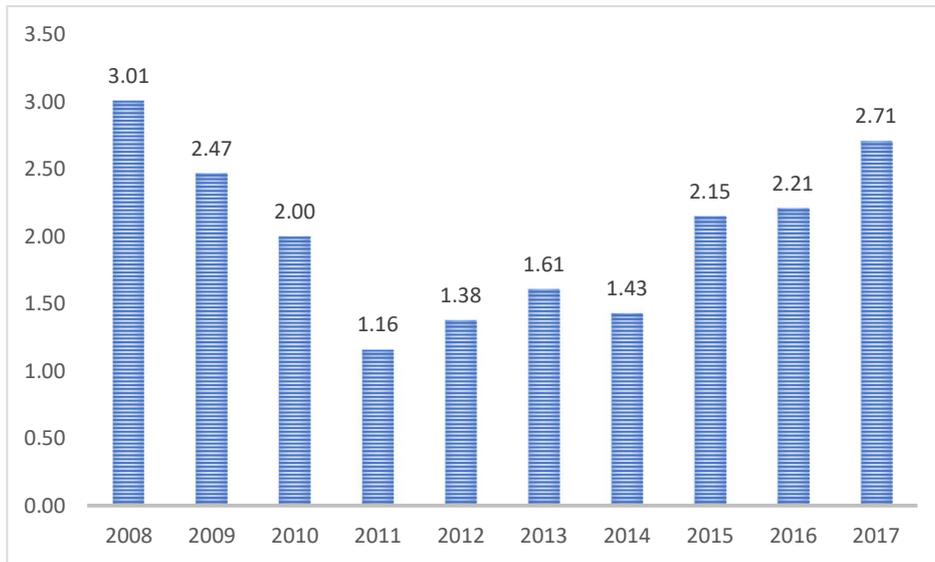
Fuente: Elaboración propia con datos de Banco Mundial

El comportamiento de esta herramienta de la banca central muestra pocas variaciones durante el periodo mencionado. La tasa de interés activa se mantuvo desde el año 2009 al 2016 en el mismo nivel y solo fue superior en 2 años.

En el 2008 era considerablemente alta con un valor de 5.09%, pero la Reserva Federal la redujo en los años siguientes. En 2017, la tasa de interés activa subió a 4.01 puntos porcentuales.

Sin embargo, para conocer el verdadero poder adquisitivo del ingreso en Estados Unidos se debe recurrir a la tasa de interés real.

Gráfica 2.4.4:2 Tasa de interés real en Estados Unidos (puntos porcentuales)



Fuente: Elaboración propia con datos de Banco Mundial

Se puede observar que el comportamiento de la tasa de interés real se mantiene entre 1 y 3 puntos porcentuales. Después de la crisis de 2008 se presenta una disminución considerable hasta su mínimo de 1.16% en el 2011. Sin embargo, logra recuperar los niveles en los próximos años alcanzando un nivel entre 2 y 3% del 2015 al 2017.

Esto se logra a través del esfuerzo que hace la Reserva Federal por mantener los niveles de inflación bajos, generando confianza para los inversionistas y alejando las preocupaciones a alzas de tasa de interés. Se busca propiciar el ambiente idóneo para invertir dentro del país.

Este análisis permite concluir que el mercado accionario de Estados Unidos es moderno, con grandes dimensiones y en el cual el marco regulatorio e institucional pretende cuidar a oferentes y demandantes en todos los aspectos posibles, pues logra cumplir con la regulación gubernamental necesaria dentro del mercado. Esta confianza generada en los agentes económicos puede ser clave en acercar a otros posibles inversionistas o empresas en busca de financiamiento.

La evidencia empírica en Estados Unidos permite observar condiciones favorables para que los agentes económicos accedan al mercado accionario. El tamaño del

mercado es significativo y ha ido en aumento en el periodo de análisis, mientras que el grado de liquidez que ofrece dentro de la economía también presenta cifras favorables. Por otro lado, el ahorro interno se ha mantenido constante y las tasas de interés no varían mucho.

Un mercado de valores moderno debe permitir a los ahorradores invertir sus recursos directamente en activos financieros emitidos por las empresas, de manera que, a mayor tamaño, liquidez y cobertura de la bolsa, mayor debe ser la posibilidad de las empresas de colocar emisiones primarias y obtener financiamiento. Parece ser que la evolución del mercado en Estados Unidos ha permitido que el mercado cumpla ese rol, beneficiando a todos los agentes económicos que acuden a este.

## **CAPÍTULO 3: MERCADO ACCIONARIO EN MÉXICO**

En este capítulo se realiza un estudio del mercado accionario en México. Se realiza una breve introducción a la historia de este mercado de valores y se abarcan las distintas bolsas de valores presentes.

Posteriormente se realiza un análisis del marco institucional y regulatorio, especificando las distintas leyes e instituciones que existen, así como las funciones y objetivos de cada una para observar si cumplen con las formas de regulación presentadas en el capítulo I.

Asimismo, se analizará el comportamiento de los indicadores mencionados en el capítulo I, los cuales son el tamaño del mercado accionario, el grado de liquidez, el ahorro interno y las tasas de interés. Esto puede indicar una posible razón de la influencia de este mercado y servirá posteriormente como comparación ante el mercado accionario estadounidense.

Se pretende observar si las condiciones económicas y sociales dentro del mercado accionario en México alcanzan a fortalecer el grado de liquidez y si este a su vez puede influir en el crecimiento económico.

Estas conclusiones servirán posteriormente para analizar las diferencias con el mercado accionario en Estados Unidos e idear a través de esas diferencias una serie de alternativas para implementarse mediante prácticas de benchmarking.

### **3.1 Particularidades del mercado**

De acuerdo con la información histórica de la Bolsa Mexicana de Valores, el mercado accionario en México surge en 1850 con la negociación de compra y venta de acciones de empresas mineras principalmente. Las negociaciones se llevaban a cabo en la vía pública de la Ciudad de México hasta que en 1895 se fundó el Centro de Operaciones Bursátiles Bolsa de México en la Ciudad de México. Ese mismo año se tuvieron que suspender las actividades debido a la inestabilidad política, crisis económica y precios internacionales de los metales.

En 1908 reanudó sus operaciones ya conformada como la Bolsa de Valores de México y para 1975 cambió su denominación a Bolsa Mexicana de Valores con la Ley de Mercado de Valores, e incorporando las bolsas que operaban en Guadalajara y Monterrey. La BMV enlaza al mercado de valores con el crecimiento económico de México, propiciando así que las empresas financien su desarrollo mediante la venta de acciones.

Según Ejea (1991), en 1975 surge la Bolsa Mexicana de Valores debido a la falta de capitales necesarios para continuar con el desarrollo y la integración de la industria nacional, tener fuentes opcionales de financiamiento y para tener un contrapeso al poder del duopolio bancario.

La Ley del Mercado de Valores establecería que la institucionalización del mercado accionario contribuiría al logro de los siguientes objetivos de política económica:

- Democratización del capital.
- Diversificar las fuentes de financiamiento de las unidades económicas.
- Ampliar la gama de instrumentos de inversión.
- Capitalización adecuada de las empresas.
- Incrementar la recaudación de impuestos a través de un mejor conocimiento de los estados financieros de los causantes.
- Mexicanización de la industria al aumentar la participación de accionistas nacionales.

La crisis de 1976 provocó grandes transformaciones a las operaciones de captación y financiamiento del sistema bancario. Esto se debió al abandono de la paridad fija respecto al dólar, la inflación y la intensa actividad especulativa. Esto tuvo un efecto inmediato que propició que las autoridades desarrollaran varias acciones para fortalecer el sistema financiero mexicano como estímulos para propiciar la conversión de los llamados grupos financieros en banca múltiple.

Por otro lado, en 1977 se otorgó a los bancos múltiples la facultad de realizar transferencias entre departamentos y se estableció la tasa única de encaje para sus pasivos en moneda nacional. Asimismo, se dio la fusión departamental y la

elaboración de un nuevo catálogo de cuentas bancarias que comenzaría operaciones en 1979.

El gobierno se comprometió a impulsar a las industrias y a los sectores rezagados, así como a no atarse al endeudamiento externo. Debido a esto, trató de robustecer las modalidades alternativas de financiamiento a la acumulación, tal como la que representaba el mercado accionario.

Para lograr estos objetivos era necesario vencer ciertos obstáculos que impedían la consolidación del mercado. Existía mayor rentabilidad de los instrumentos de ahorro bancario y financieros muy líquidos, así como una mayor tasa fiscal a los títulos de deuda y activos de renta variable. Además, existía la amenaza de competencia para las instituciones bancarias y un prejuicio por parte de los empresarios acerca de la discreción que había en sus operaciones y utilidades.

En este sentido, Ejea (1991), sostenía que *“para 1978, las circunstancias para profundizar el desarrollo del mercado de valores eran favorables, por una parte porque la dolarización parecía detenida; y por la otra porque la elevada concentración bancaria reducía las probabilidades de que el desarrollo de la bolsa pudiera hacer daño a las instituciones bancarias, ya que las siete casas pertenecientes directamente a bancos operaban el 38.5% del total, y que el flujo de excedentes, por la obra de los recursos petroleros, parecía creciente a aún inacabable”*.

Las medidas implementadas para impulsar el mercado accionario en esa época fueron:

- Canalizar los recursos de la banca privada para capitalizar a las instituciones bursátiles.
- Fomentar la creación de casas de bolsa para sustituir a los agentes individuales.
- Autorizar la revalorización de los activos de empresas cotizadoras.
- Promulgar la exención fiscal a ganancias bursátiles y la mexicanización de empresas con capital extranjero.

- Inyectar directamente recursos públicos.

Los alcances y límites inmediatos se reflejaron en la introducción al mercado de Petrobonos y CETES, el crecimiento del mercado accionario y la reducción de financiamiento otorgado por el mercado de valores al total del sistema bancario y financiero.

Según los anuarios bursátiles, en 1975 los títulos de renta fija gubernamental en circulación representaban la mitad del importe total operado. Para 1979 representaban unas 2/3 partes. Su colocación fue a parar a la banca nacional, a las empresas y a los particulares. Como consecuencia, la tasa media de crecimiento anual del mercado accionario paso de 40.7% en el periodo de 1972 a 1974, a ser de 132.2% en el periodo de 1975 a 1978.

Este aumento se vio acompañado de una recomposición de las acciones de empresas industriales, comerciales y de servicios, en detrimento de las acciones bancarias, de seguros, fianzas y sociedades de inversión. Los títulos bancarios decaen de 46.3% a 18.4% en el mismo periodo, debido a las restricciones a la operación de la banca y el aumento del encaje legal.

A pesar de estos cambios positivos en los mercados de títulos y acciones no se reflejaron en un impacto similar sobre el conjunto de la economía. El importe total operado en 1975 representó solo el 10.3% del PIB, mientras que en 1978 sólo alcanzó el 7.2%. También el financiamiento otorgado por el sistema bancario bajó de 32.3% en el primer año a 23.8% en el último.

En síntesis, siguiendo a Ejea (1991), el mercado de valores presentaba un crecimiento respecto al nivel histórico, pero también una tendencia al estancamiento relativo, además de un carácter concentrado y ligado a los bancos privados. Asimismo, presentaba un crecimiento de la operatividad con acciones, resultado de las operaciones secundarias.

Al inicio de la década de los ochenta, la perspectiva económica evolucionó en sentido adverso cuando el precio del petróleo se derrumbó y el país cayó en un

estado de emergencia. Las consecuencias fueron graves con una devaluación de la moneda, inflación y desempleo.

La economía mexicana giraba en torno al petróleo y gasto público. Los préstamos y la capacidad de pago estaban definidos por el factor petróleo, por lo que la deuda aumentó 60 mil millones de dólares. Se planteó entonces ligeros ajustes al presupuesto para que con una devaluación se superara el problema y el país volviera a crecer, aunque con tasas menores a las anteriores.

En 1982 se anuncia la nacionalización de la banca. Esto añadió problemas derivados de la deuda externa a los desequilibrios estructurales de la economía. En efecto, el gran déficit del sector público fue financiado con recursos externos, dado el exceso de liquidez internacional, las bajas tasas de interés y un proceso eficiente y fluido de recursos a través de la banca privada de todo el mundo. La economía internacional se volvió adversa al país y con esto terminaron los créditos del exterior.

La crisis de 1982 ocasionó diferentes desequilibrios fundamentales en las finanzas públicas y en la cuenta corriente, los cuales junto a la suspensión de flujos de ahorro externo y al deterioro de los términos de intercambio trazaron el principio de una etapa de elevada inflación y estancamiento económico. El crecimiento económico fue de -5.2% en 1983, según Banco de México.

Según Aspe (1993), se estableció en 1983 el Programa Inmediato de la Reordenación Económica para corregir las finanzas públicas y sentar las bases para una recuperación más sana a mediano plazo. Así el gobierno recortó sustancialmente su gasto y aumentó los precios y tarifas del sector público.

Las iniciativas del PIRE trajeron consigo una reducción sin precedentes en los déficit primario y operacional. Entre 1983 y 1985 el balance primario mejoró en 10.7% del PIB y el superávit operacional en 6.3%. De este modo, el país de ser importador neto de capital de orden de 12 mil millones de dólares al año en 1981 se convirtió en exportador neto de capitales con una salida de 10 mil millones de dólares durante la última administración.

En 1984, las autoridades monetarias decidieron reducir la tasa de depreciación del tipo de cambio nominal para controlar la inflación. La causa de esto fue la afectación directa a las exportaciones manufactureras, debido a que se encarecieron las materias primas y se generó un desabasto para los productores nacionales.

La década de los ochenta quedó marcada en la historia económica mexicana como años de crisis y retrocesos en los que cambió aceleradamente el sistema financiero. Grandes transformaciones internacionales sucedieron al mismo tiempo y condujeron a la globalización, así como a una nueva estructura económica, política y social del mundo.

Estos cambios se respaldaron por la presencia de la revolución informática, reestructuración capitalista, interdependencia económica mundial, unificación y reorganización del espacio geopolítico internacional y la interdependencia ecológica mundial.

En México el sistema financiero contribuía a generar un ambiente volátil y las instituciones financieras se debilitaron debido a las regulaciones y a las condiciones macroeconómicas. Esto propició que surgieran reformas radicales.

El punto de vista oficial de los cambios financieros los destaca Aspe (1993) explicando que el sistema financiero debía hacerse más flexible para evitar la fuga de capital y el deterioro en los balances de los intermediarios financieros como la necesidad de financiamiento inflacionario, dando al mismo tiempo una visión más clara de los límites reales del financiamiento deficitario del crecimiento económico.

El mismo autor considera que la reforma financiera mexicana debía considerar lo siguiente:

- 1) Liberalización financiera: Sustitución de un sistema basado en la combinación de restricciones cuantitativas al crédito y tasas de interés reguladas, por otro en el cual la política monetaria se lleve a cabo principalmente a través de operaciones de mercado abierto, y que permitiera que las tasas de interés respondan de manera rápida a los choques internos y externos.

- 2) Innovación financiera: Creación de instrumentos que posibiliten que la gente se proteja contra la inflación y la incertidumbre cambiaria, y efectúe transferencias intergeneracionales e intertemporales de manera más eficiente.
- 3) Fortalecimiento de intermediarios financieros: Adopción de medidas que permitan a las instituciones financieras captar un mayor número de clientes y otorgarle acceso a una variedad de servicios por el menor costo posible y manteniendo su propia salud financiera.
- 4) Privatización de la banca comercial.
- 5) Financiamiento del déficit gubernamental: Financiamiento mediante una mayor colocación de instrumentos de deuda no inflacionarios en los mercados de crédito.

La reforma debía traducirse en una profundización financiera mayor, un déficit gubernamental financiado por medios no inflacionarios, mayor independencia en la ejecución de la política monetaria y propiciar un ambiente financiero orientado por la libre oferta y demanda de dinero y capitales, sin represión financiera.

A nivel internacional, la reforma del capitalismo entrañó la reestructuración financiera que Estados Unidos inició a principios de los ochenta con base en la titularización y bursatilización del crédito. Asimismo, apareció una infinidad de instrumentos derivados de la ingeniería financiera y se estableció una nueva relación entre la bolsa de valores y la banca.

La nueva estructura de la intermediación financiera estableció un proceso de desintermediación bancaria con elevadas dosis de heterogeneidad, dispersión y complejidad. El desplazamiento de la banca comercial como principal intermediaria financiera dio lugar tanto a su declinación, como polarización y especialización en el negocio de derivados.

La gran banca internacional se convirtió en una suerte de aseguradora de los riesgos más generales del sistema, paralelamente a su incursión en operaciones con valores que hasta entonces se habían reservado a la banca de inversión.

En 1990, el viejo patrón de financiamiento del desarrollo mostraba signos de debilidad, los cuales se agravaron por las dificultades del sector financiero público para adaptarse a la inestabilidad en los precios. Esto obligó al gobierno a reducir el tamaño de la banca de desarrollo y el sector de empresas estatales.

La crisis de 1994 fue la primera de una serie de crisis cambiarias y financieras que se convirtieron en una característica recurrente de los países en desarrollo. En México, la situación económica prevaeciente fue el resultado de la dinámica económico-financiera de largo plazo del país, iniciada en 1976 y con un quiebre fundamental en 1995.

Esta dinámica tiene un comportamiento cíclico, según Garrido (2005), con dos grandes fases (1976-1995 y 1995 en adelante) que están determinadas por la interacción de cuatro factores:

- Configuración de las grandes empresas nacionales como conglomerados industriales y financieros.
- Práctica estatal de rescatar los quebrantes privados con cargo a los futuros ingresos públicos.
- Regulación débil del sistema, especialmente en operaciones financieras locales.
- Fragilidad sistémica del sistema monetario internacional.

Los elementos mencionados por Garrido junto a las reformas económicas de los primeros años de la década de 1990 explican la génesis y solución de la crisis de 1995, la cual constituye un punto de inflexión en la dinámica económico-financiera. Esto se debe a que modificó las relaciones entre los cuatro factores explicativos.

Específicamente, la resolución de la crisis de 1995 implicó la desarticulación de los conglomerados, pues los inversionistas locales no tenían los recursos ni la disposición para capitalizar a los bancos integrantes del conglomerado.

Por último, cabe anotar que, en el nuevo sistema económico, las operaciones financieras como la inversión y el ahorro se realizan en función de estrategias globales. Las grandes empresas industriales y financieras asumen conductas

estratégicas que inducen a externalizar los efectos dinámicos generados por la acumulación de capital.

Sus decisiones de inversión y financiamiento, así como la administración de las ganancias productivas y financieras, se procesan con relación a la dinámica de la economía mundial, sin desarrollarse importantes vínculos con la economía local.

La externalización retroalimenta la segmentación del mercado interno y externo, e incide negativamente en la dinámica económica nacional de largo plazo, pues impide capturar internamente los efectos multiplicadores de la inversión e impiden al ahorro financiero cerrar el ciclo iniciado con el gasto de inversión.

De esta forma se bloquea la posibilidad de un proceso endógeno de acumulación progresiva en el país y se amplifica por la evolución desfavorable del mercado interno. El mercado interno se caracteriza por tener un desempeño pobre y padecer falta de créditos, afectando a las pequeñas y medianas empresas.

Cabe recalcar que en el reporte de *Global Financial Centres Index* realizado en el 2018, México cuenta con 1 mercado de capitales en la posición 62. Este mercado es la Bolsa Mexicana de Valores.

### **3.1.1 Bolsa Mexicana de Valores**

Es una empresa financiera que opera con una concesión otorgada por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, y con apego a la Ley del Mercado de Valores. Funciona como un foro en el que se llevan a cabo las operaciones del mercado de valores organizado en México y con el objetivo de facilitar las transacciones con valores y procurar el desarrollo del mercado, su expansión y competitividad, a través de funciones como:

- Establecer el mecanismo que facilite las relaciones y operaciones entre la oferta y la demanda de valores, títulos de crédito y otros instrumentos dentro del Registro Nacional de Valores.
- Prestar los servicios necesarios para la emisión y colocación en intercambio de los diversos valores.

- Proporcionar la información relativa a los valores registrados y realizar publicaciones sobre los emisores.
- Establecer las medidas necesarias para que las operaciones realizadas se sujeten a las disposiciones que les sean aplicables.
- Establecer normas de conducta que promuevan prácticas justas y equitativas, así como vigilar su cumplimiento e imponer medidas disciplinarias a los que incumplan.

Las empresas en busca de financiamiento pueden obtenerlo a través del mercado bursátil mediante la emisión de valores que son puestos a disposición de los inversionistas e intercambiados en la Bolsa Mexicana de Valores, en un mercado transparente, competitivo y con igualdad de oportunidades para los participantes. De esta manera se pretende canalizar el financiamiento de manera libre, eficiente y equitativa, atendiendo a ciertas reglas acordadas previamente.

De acuerdo con el Reglamento Interno de la BMV, página 36, título IV, capítulo primero, para cotizar en bolsa se deben cumplir los siguientes requisitos:

- Presentar la solicitud firmada por su representante legal manifestando la conformidad para que la Bolsa haga públicas las medidas disciplinarias y correctivas.
- Adherirse al Código de Ética y asumir el conocimiento del Código de Mejores Prácticas.
- Presentar la información económica, financiera, contable y jurídica, así como aquella sobre reestructuraciones y actualizaciones de la inscripción.
- La suma de la utilidad de operación de los últimos 3 años debe ser positiva.
- La cantidad mínima de títulos a emitir será de 10 millones y su precio mínimo será de 1 Unidad de Inversión.
- Colocación mínima de 15% del capital social pagado.
- Tener como mínimo 200 inversionistas.

La Bolsa Mexicana de Valores ha buscado fomentar el desarrollo del país al contribuir a canalizar el ahorro hacia la inversión productiva, que es una herramienta para el crecimiento económico y más empleos.

### **3.1.2 Bolsa Institucional de Valores**

En los últimos años ha surgido la idea de una nueva bolsa de valores en el mercado mexicano que pueda competir con la Bolsa Mexicana de Valores y sirva para crecer y desarrollar el mercado de valores. Es un proyecto anunciado en el 2013 y apenas en el 2017 se consiguió la concesión para iniciar sus operaciones, la cual venía publicada en el Diario Oficial de la Federación.

Después de más de 40 años surgirá un competidor a la BMV que busca nuevos listados de acciones o instrumentos de deuda de empresas mexicanas y extranjeras, inclusive de fondos de inversión y otros posibles emisores. Esta nueva bolsa de valores es conocida como la Bolsa Institucional de Valores (BIVA) y pretende ofrecer precios más bajos o competitivos a los emisores de acciones en comparación con la Bolsa Mexicana de Valores.

La Bolsa Institucional de Valores pretende tener el mismo listado de empresas que la BMV. Sin embargo, en esta nueva bolsa de valores los inversionistas institucionales tienen un papel importante y el listado es diferente de la operativa. Las empresas registradas en una u otra bolsa operan en ambas y la información disponible de ésta es la misma, con ligeras diferencias. Otra diferencia es la tecnología empleada, ya que BIVA opera con tecnología de NASDAQ, mientras que la BMV utiliza tecnología de S&P (Santiago, 2018).

La nueva bolsa de valores busca tener requisitos más accesibles para poder incorporar más empresas. Se tiene como meta ingresar a 50 empresas en 3 años al negociar con las autoridades regulatorias que se haga un recorte en el impuesto que pagan las compañías por entrar al mercado, el cual es de 35% más impuestos por ganancias de capital.

### **3.2 Instituciones regulatorias**

En el mercado mexicano se presenta una institución central que regula apoyándose en dependencias secundarias. Esta institución es la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, quien con la ayuda de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores y el banco central del país, el Banco de México, se encargan de propiciar el mejor ambiente para los agentes económicos.

Trabajan en conjunto para otorgar el ambiente financiero idóneo y asegurar todas las condiciones de competencia dentro del mercado.

A continuación, se explican las diversas actividades que cada una lleva a cabo para permitir esto.

#### **A) Secretaría de Hacienda y Crédito Público**

Este organismo es la máxima autoridad del Gobierno Federal en materia económica. En la estructura interna de la propia Secretaría de Hacienda y Crédito Público trata todos los temas que rigen principalmente el funcionamiento de las instituciones que integran al sistema financiero.

El artículo 80 de la Ley del Mercado de Valores señala que la Secretaría de Hacienda y Crédito Público deberá proveer todo en cuanto se refiera a la aplicación de esta ley conforme a las disposiciones de carácter general, ya que es el órgano competente para interpretar los preceptos de esta ley.

Las principales facultades de esta institución son:

1. Concede o anula permisos para la formación y operación de intermediarios financieros. Autoriza actas constitutivas y estatutos de los intermediarios.
2. Sugiere políticas en cuanto a orientación, regulación y control de los intermediarios financieros.
3. Determina las actividades de los intermediarios financieros.
4. Infracciona a los que violen la Ley del Mercado de Valores.
5. Autoriza la inversión extranjera en el capital social de las casas de bolsa (Artículo 17, Fracción II)

6. Designa la directiva de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (Artículo 14, LCNBV)

Según la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, su objetivo es influir en materia económica al proponer, dirigir y controlar todas las políticas en el ámbito financiero, fiscal, de gasto, de ingreso y de deuda pública. Busca de esta manera un mayor crecimiento y desarrollo económico del país al ayudarse de las diversas divisiones que conforman a esta institución y supervisarlas en las tareas que éstas llevan a cabo.

### **B) Banco de México**

Es una institución autónoma con personalidad jurídica que efectúa tareas de banca central. Es la encargada de regular la oferta monetaria, administra la reserva monetaria del país y tiene el control de la tasa de interés que rige sobre las actividades económicas efectuadas en el país. Asimismo, el Banco de México es el representante del gobierno mexicano frente a cualquier organismo financiero multinacional.

Esta institución tiene la función de garantizar el poder adquisitivo de la moneda y que haya un sano desarrollo del sistema financiero mexicano. La Ley del Banco de México le otorga facultades para operar con valores, otorgar créditos al Gobierno Federal y a otros organismos del sistema financiero, por lo que su buen funcionamiento es importante para toda la economía.

Las herramientas con las que cuenta el Banco de México tienen una gran influencia sobre la liquidez dentro del mercado y posee algunos atributos respecto a la Bolsa Mexicana de Valores:

1. Administrar el fideicomiso denominado “Fondo de Apoyo al Mercado de Valores” (Artículo 89)
2. Designar dos vocales para la Junta de Gobierno de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.
3. Emitir disposiciones generales para las casas de bolsa en sus operaciones de reporte, préstamos o crédito (Artículo 22, Fracción IV)

### **C) Comisión Nacional Bancaria y de Valores**

Es un órgano desconcentrado de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público con facultades de autorizar, regular, supervisar y sancionar los diversos sectores y entidades que integran el sistema financiero mexicano, así como las personas físicas y morales que realicen actividades dentro del marco de leyes relativas al sistema financiero.

La Comisión Nacional Bancaria y de Valores fue creada en 1995 a través de la Ley de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, la cual consolidó en un solo órgano las funciones de la Comisión Nacional Bancaria y la Comisión Nacional de Valores.

A lo largo de 23 años la CNBV se ha fortalecido con herramientas que le permiten hacer frente a sus responsabilidades y se ha encargado de regular a través de altos estándares internacionales al mercado financiero en México.

Sin embargo, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores en su carácter regulatorio del mercado de valores, posee disposiciones secundarias, como son:

- Disposiciones generales aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores.
- Disposiciones generales aplicables a las Casas de Bolsa.
- Disposiciones generales aplicables a las Sociedades de Inversión y a las personas que les prestan servicios.
- Disposiciones generales aplicables a las instituciones de crédito y Casas de Bolsa en materia de inversión.

Estas disposiciones permiten regular a los distintos agentes que hacen uso del mercado de valores y aumenta la presencia de esta institución, así como su influencia dentro del mismo mercado (Artículo 4 de Ley de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores).

Dentro del marco institucional mexicano se pueden encontrar diversos organismos que permiten los procesos de emisión, colocación, distribución e intermediación de

los instrumentos financieros. La SHCP es la principal institución encargada de estas tareas, pero se apoya en las distintas divisiones y Banco de México para lograr esto.

Asimismo, cuentan con un marco regulatorio que les permite actuar contra las irregularidades del mercado y les permite ofrecer certidumbre dentro del mercado accionario.

Se cumplen con las cuatro formas de regulación gubernamental dentro del mercado accionario, pues se hace pública toda la información financiera para los inversores actuales y potenciales, así como se regulan las actividades financieras, las instituciones financieras y a los participantes foráneos.

Si el gobierno cumple su rol de regulador, el mercado puede llevar a cabo distintas funcionalidades que le permiten influir en el crecimiento económico. Estas funcionalidades que tiene el mercado son la reducción de riesgo, la adquisición de información sobre inversiones y asignación de recursos, la supervisión de administradores y el control de las empresas, así como la facilitación del intercambio y la movilización del ahorro.

### **3.3 Marco regulatorio**

Estas instituciones buscan ofrecer un ambiente financiero justo y de certidumbre. Para esto se auxilian en un marco regulatorio dominado por 3 leyes principales: La Ley del Mercado de Valores, la Ley de Sociedades de Inversión y la Ley de Protección y Defensa al Usuario de Servicios Financieros.

El mercado de valores se apoya en este marco regulatorio para asegurar un ambiente de baja incertidumbre y en el que existan las mejores condiciones posibles para el público inversionista, que busca seguridad para su dinero, y para los agentes económicos que requieren de financiamiento para poder avanzar en sus proyectos productivos.

#### **A) La Ley del Mercado de Valores**

Es una ley de orden público y observancia general. Tiene por objeto desarrollar el mercado de valores en forma equitativa, eficiente y transparente; proteger los

intereses del público inversionista; minimizar el riesgo sistémico; fomentar una sana competencia y, de acuerdo con el Artículo 1 de esta ley, regular lo siguiente:

1. La inscripción y la actualización, suspensión y cancelación de valores en el Registro Nacional de Valores y la organización de este.
2. La oferta e intermediación de valores, salvo que se trate de títulos ofrecidos a través de las instituciones de tecnología financiera.
3. Las sociedades anónimas que coloquen acciones en el mercado de valores bursátil y extrabursátil a que esta Ley se refiere.
4. Las obligaciones de las personas morales que emitan valores, así como de las personas que celebren operaciones con valores.
5. La organización y funcionamiento de las casas de bolsa, bolsas de valores, instituciones para el depósito de valores, contrapartes centrales de valores, proveedores de precios, instituciones calificadoras de valores y sociedades que administran sistemas para facilitar operaciones con valores.
6. El desarrollo de sistemas de negociación de valores que permitan la realización de operaciones con estos.
7. La responsabilidad en que incurrirán las personas que realicen u omitan realizar los actos o hechos que esta Ley sanciona.
8. Las facultades de las autoridades en el mercado de valores.

#### **B) La Ley de Sociedades de Inversión**

Esta ley es de interés público y tiene por objeto regular la organización y el funcionamiento de las sociedades de inversión, la intermediación de sus acciones en el mercado de valores, así como los servicios que deberán contratar para el correcto desempeño de sus actividades.

En la aplicación de esta ley (Artículo 1), las autoridades deberán procurar el fomento de las sociedades de inversión, su desarrollo equilibrado y el establecimiento de condiciones tendientes a la consecución de los siguientes objetivos:

1. El fortalecimiento y descentralización del mercado de valores
2. El acceso del pequeño y mediano inversionista a dicho mercado

3. La diversificación del capital
4. La contribución al financiamiento de la actividad productiva del país
5. La protección de los intereses del público inversionista

Asimismo, establece que para la organización y funcionamiento de las sociedades de inversión se requiere previa autorización de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (Artículo 6).

### **C) La Ley de Protección y Defensa al Usuario de Servicios Financieros**

Esta ley tiene por objeto la protección y defensa de los derechos e intereses del público usuario de los servicios financieros, que prestan las instituciones públicas, privadas y del sector social debidamente autorizadas, así como regular la organización, procedimientos y funcionamiento de la entidad pública encargada de dichas funciones (Artículo 1).

Esta ley es de orden público, interés social y de observancia en toda la República, de conformidad con los términos y condiciones que la misma establece. Los derechos que otorga la presente Ley son irrenunciables (Artículo 3).

La protección y defensa de los derechos e intereses de los usuarios, estará a cargo de un organismo público descentralizado con personalidad jurídica y patrimonio propios, denominado Comisión Nacional para la Protección y Defensa de los Usuarios de los Servicios Financieros (Artículo 4).

Si bien el marco regulatorio para el mercado mexicano no es muy extenso, se puede observar que se cumple con lo necesario dentro de regulación gubernamental. Se permite el acceso a la información pública por parte de inversionistas actuales y potenciales y se regulan las actividades e instituciones financieras, así como la participación de foráneos en este mercado.

### **3.4 Evidencia empírica en México**

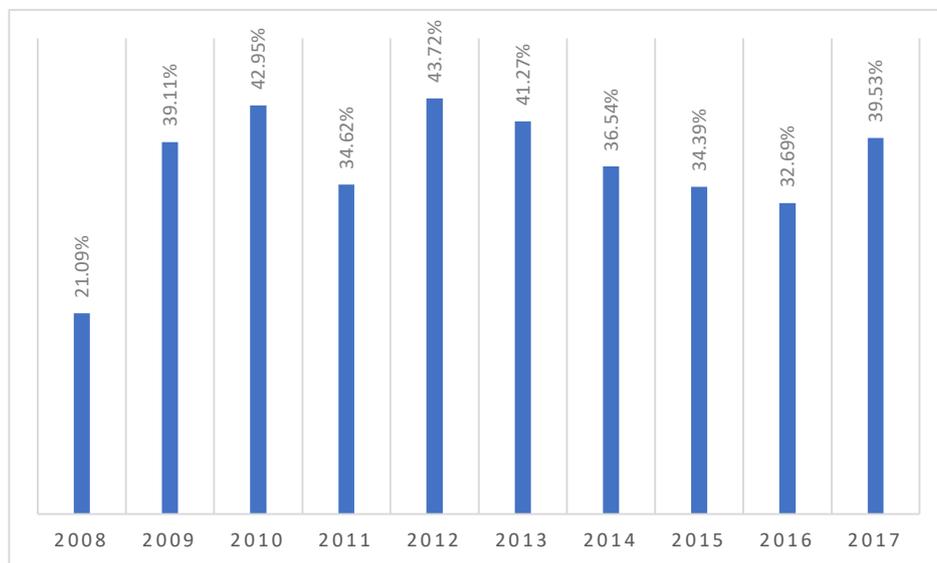
Debido a que la actividad económica del mercado accionario y la actividad económica real tienen una relación de equilibrio se llevará a cabo un análisis de la evidencia empírica para verificar esto.

Diversas premisas señaladas en el capítulo I apuntan a esto, por lo que se procederá a analizar el grado de desarrollo del mercado mexicano. La evidencia empírica se analizará a través del tamaño del mercado accionario, el grado de liquidez, el ahorro interno bruto y las tasas de interés.

Se analizará su comportamiento en el periodo de 2008 a 2017 en el caso de México para tratar de identificar las relaciones que se dan entre el crecimiento económico y el mercado accionario.

### A) Participación del mercado accionario en la economía mexicana

Gráfica 3.4.1:1 Tamaño del mercado accionario en México (% PIB)



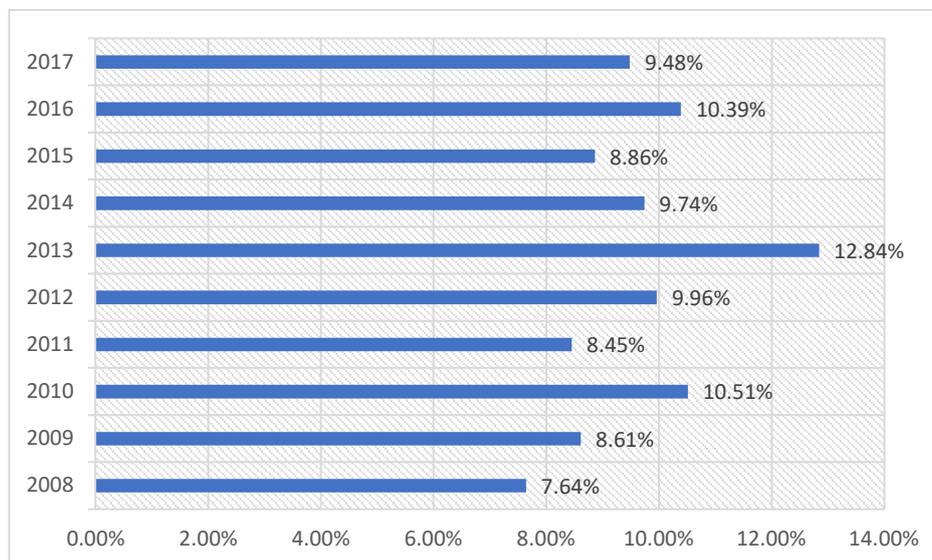
Fuente: Elaboración propia con datos de Banco Mundial

El porcentaje que representa el mercado accionario en la economía de México dentro del periodo de 2008 a 2017 oscila entre el 20 y 45%. El máximo se presenta en el 2012 con un total de 43.72% y el mínimo se presenta en el 2008 con un total de 21.09%. El promedio dentro de este periodo es de 36.59%.

La participación del mercado tiene una tendencia ascendente en el periodo del 2008 al 2017. Sin embargo, se observan variaciones en el porcentaje que pueden asumir que el mercado no se ha consolidado y no ha podido influir directamente en la actividad económica real. El mercado accionario mexicano no cuenta con las dimensiones que le permitan tener la habilidad de movilizar y diversificar el riesgo.

## B) Grado de liquidez

Gráfica 3.4.2:1 Grado de liquidez del mercado mexicano



Fuente: Elaboración propia con datos de Banco Mundial

Al analizarse el grado de liquidez se pretende observar una valoración relativa de las operaciones con respecto al tamaño de la economía. Esto indica si existe una influencia positiva en el crecimiento económico que permita financiar más adecuadamente los proyectos de inversión de gran tamaño y de largo plazo, pues hay un incentivo a la adquisición de información sobre empresas y administradores.

El grado de liquidez que presenta el mercado accionario de México pasa de representar un 7.64% en el 2008 a un 9.48% en el 2017. Es un periodo con altibajos con un máximo de 12.84% en el 2013 y con el año 2008 siendo el mínimo dentro de ese periodo.

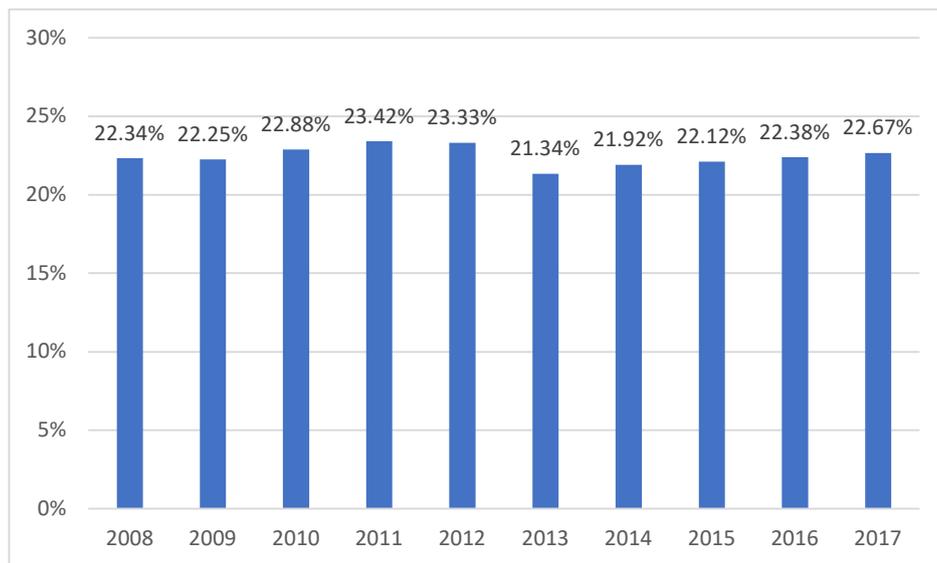
El mercado mexicano tiene un grado de liquidez bajo, lo que significa que los agentes económicos que acudan a este mercado no podrán realizar sus actividades de manera óptima y el financiamiento de las empresas se verá ralentizado.

Este mercado no representa una fuente importante de financiamiento y es posible que las empresas recurran más al financiamiento bancario para realizar sus actividades. La evolución que ha tenido el mercado ha sido insuficiente en cuanto a tamaño, liquidez y cobertura, por lo que pocas empresas se pueden beneficiar.

No ha sido una fuente importante de financiamiento para las empresas, por lo que la influencia sobre el crecimiento económico es poca y limitada.

### C) Comportamiento del ahorro interno bruto

Gráfica 3.4.3:1 Ahorro interno en México (% PIB)



Fuente: Elaboración propia con datos de Banco Mundial

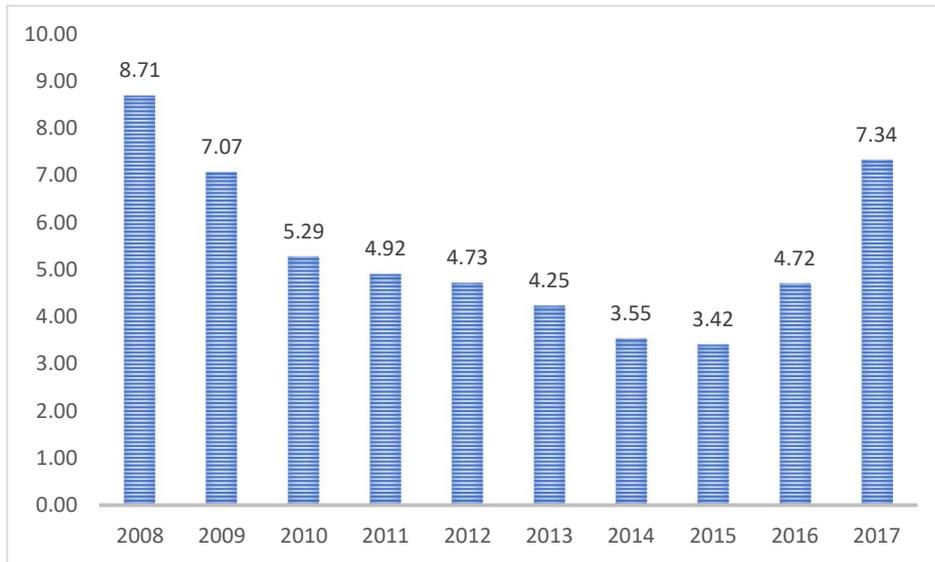
La cantidad de recursos públicos y privados que se invierten en un país es indicada por el ahorro interno bruto. Entre mayor sea el ahorro interno bruto, mayor será la cantidad de recursos disponibles para invertir en el mercado accionario.

El ahorro interno bruto en el periodo de análisis se mantiene por encima del 20% del Producto Interno Bruto, con un máximo de 23.42% del PIB en el 2011 y con un mínimo 21.34% en el 2013.

Se observa en la gráfica 11 un nivel de ahorro interno como porcentaje del PIB mayor que en Estados Unidos, lo que es un buen indicio. Sin embargo, se debe revisar a qué se destinan estos recursos y si logran ser productivos para la economía.

### D) Comportamiento de la tasa de interés

Gráfica 3.4.4:1 Tasa de interés activa en México (puntos porcentuales)



Fuente: Elaboración propia con datos de Banco Mundial

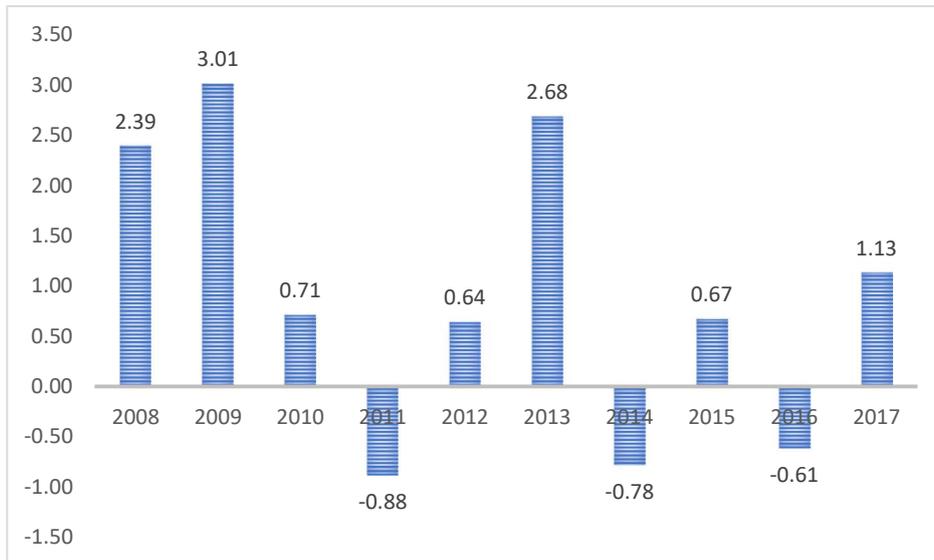
La tasa de interés activa en México ha pasado de 8.71 puntos porcentuales (el máximo en este periodo) en el 2008 a 7.34 puntos porcentuales en el 2017, con un mínimo de 3.42 puntos en el 2015.

Se nota un descenso continuo en la tasa de interés activa del 2008 al 2015. Para el año 2016 esta tasa de interés comienza a subir a 4.72 en el 2016 y 7.34 puntos en el 2017, debido principalmente a los intentos de Banco de México por combatir la inflación que se presenta en el país.

En la gráfica 3.4.4:2 se puede ver el comportamiento de la tasa de interés real en México. El comportamiento de esta tasa de interés en México es más volátil, lo que podría tener una influencia también dentro del mercado de valores al no poder asegurar los rendimientos a los inversionistas. Esto impulsa al público a buscar otros mercados donde invertir.

Esta tasa de interés pasa de 2.39 puntos porcentuales en el 2008 a 1.13 puntos en el 2017. Presenta una serie de altibajos, con un mínimo de -0.88 puntos porcentuales en el 2011 y un máximo de 3.01 puntos en el 2009. La inflación ha contribuido a la volatilidad de esta tasa de interés en México.

Gráfica 3.4.4:2 Tasa de interés real en México (puntos porcentuales)



Fuente: Elaboración propia con datos de Banco Mundial

Después de analizar los factores que pueden determinar en la capacidad del mercado en generar un grado de liquidez suficiente para influir en el crecimiento económico, podemos observar que las condiciones no son favorables.

Parece ser que la regulación hacia los agentes económicos es suficiente y satisfactoria, pues se cubren las principales necesidades dentro del mercado y las instituciones existentes llevan a cabo una buena labor en regulación.

Sin embargo, en el periodo de estudio no se han presentado las condiciones para que el mercado accionario sea capaz de influir dentro del grado de liquidez y que esto permita un flujo mayor y más rápido del dinero dentro de la economía, generando una acumulación mayor de capital e incrementando los niveles de productividad.

Un mercado de valores moderno debe permitir a los ahorradores invertir sus recursos directamente en activos financieros emitidos por las empresas, de manera que, a mayor tamaño, liquidez y cobertura de la bolsa, mayor debe ser la posibilidad de las empresas de colocar emisiones primarias y obtener financiamiento. Sin embargo, esto falla en México aun con la introducción de nuevos instrumentos financieros y el crecimiento del mercado secundario.

La evolución del mercado accionario mexicano ha sido insuficiente debido al reducido número de empresas que se benefician de este y porque la bursatilización descansa en un pequeño conjunto de acciones de empresas de gran tamaño.

El mercado no ha sido una fuente de financiamiento para las empresas mexicanas y las dimensiones del mercado son insuficientes para influir dentro del crecimiento económico.

El número de bolsas de valores no es significativo, pero si su presencia dentro de la economía nacional. En este aspecto, el mercado accionario falla al solo representar entre 35 y 45% dentro del periodo de análisis.

## **CAPÍTULO 4. BENCHMARKING**

El origen del término proviene de las palabras *bench* (mesa) y *mark* (señal). Proviene del Siglo XIX en Inglaterra, donde los agrimensores hacían marcas en muros de piedra que posteriormente servirían como medición. Todas las mediciones posteriores eran hechas con esa marca inicial.

Spendolini (1994) indica que el benchmarking es un proceso sistemático y continuo para evaluar los productos, servicios y procesos de trabajo de las organizaciones que son reconocidas como representantes de las mejores prácticas, con el propósito de realizar las mejoras organizacionales.

Por otro lado, Camp (1989) nos indica que es un proceso de investigación industrial que permite a los gerentes desarrollar comparaciones entre compañías sobre procesos y prácticas que permitan identificar lo “mejor de lo mejor” y obtener con ello un nivel de superioridad y ventaja competitiva.

El presente trabajo se desarrolla en torno al estudio de dos mercados accionarios, el estadounidense y el mexicano. Cada uno de ellos cuenta con características que lo hacen único y que lo clasifican a cierto nivel dentro del mundo financiero. Estas características pueden ser un factor importante para medir el grado de desarrollo que tienen ambos mercados.

Se busca identificar estas características a través del estudio del marco regulatorio e institucional, así como de un análisis de distintos indicadores económicos como el tamaño del mercado accionario, el grado de liquidez, el ahorro interno bruto y las tasas de interés. Esto permite que se lleve a cabo una comparación entre ambos mercados que posteriormente servirá como base para proponer alternativas a través de benchmarking que busquen mejorar el desarrollo y la influencia del mercado en el crecimiento económico.

Debido a que se busca emplear el benchmarking, conocer la teoría de estas prácticas es relevante para el estudio. Su mejor entendimiento puede permitir que las alternativas planteadas aumenten el grado de desarrollo del mercado y sean aplicadas con mayor eficacia y disminuyendo el margen de error.

#### **4.1 Fundamentos teóricos del Benchmarking**

Fue posiblemente durante la Segunda Guerra Mundial cuando entre las empresas estadounidenses se convirtió en una práctica común compararse entre sí a fin de determinar patrones para pagos, cargas de trabajo y seguridad (Bertoncello, 2003, p.20)

Posteriormente, en este mismo país se comenzó a dar una serie de prácticas en los años ochenta en las que las compañías comparaban su desempeño en relación con sus competidores. La primera en realizar esta serie de prácticas fue Xerox (Camp, 1991, p. 6).

El modelo de benchmarking ha sido utilizado mayormente en la esfera empresarial, pero también se ha extendido a otros ámbitos con las consiguientes modificaciones a su práctica. Este es el caso de la utilización de esta herramienta por administraciones públicas centrales y agencias de gobierno para mejorar sus procesos y sistemas de gestión y evaluar la implementación de las actuaciones políticas (Muñoz, 2003, p. 21).

La flexibilidad del benchmarking ha permitido adaptarlo a distintas circunstancias y esto ha permitido que se ideen distintos tipos de benchmarking. Según Camp (1993), Spendolini (2005) y Boxwell (1994), existen dos tipos de benchmarking:

1. Benchmarking interno: Se produce cuando la compañía busca las mejores prácticas dentro de sus límites. Se comparan parámetros entre distintas ubicaciones de un mismo organismo y se da por hecho la existencia de diferencias entre los distintos procesos de trabajo como resultado de la geografía, de la administración o por los empleados.
2. Benchmarking externo: Este tipo de benchmarking se divide en tres:
  - Benchmarking competitivo: Comparación de estándares de una organización con los de otra empresa competidora. Puede complicarse debido a la reserva de ventajas competitivas. Este tipo de benchmarking busca identificar información específica y compararla con su organización.

- Benchmarking genérico: Comparación de los niveles de logros de una organización con lo mejor que exista en cualquier parte del mundo sin importar la industria o mercado en el que se encuentre. Consiste en comparar funciones o procesos afines con independencia del sector al que pertenezcan.
- Benchmarking funcional: Identifica la práctica más exitosa de otra empresa, sea o no competidora, pero que se considera líder en un área específica de interés. Su objetivo es identificar las mejores prácticas de cualquier tipo de organización que posea una reputación de excelencia en el área específica que se esté sometiendo a benchmarking.

Como todo proceso, el benchmarking sigue una serie de fases. El modelo de Robert Camp es uno de los principales y más utilizados por las empresas que incurren en estas prácticas. El modelo de Camp (1993) se compone de cuatro fases: planificación, análisis, integración y acción.

#### **A) Fase de planificación**

Se debe definir el objetivo de investigación en la empresa. Debe ser un objetivo viable y factible para minimizar el margen de error. El primer paso es tener claro qué proceso de producción o servicio va a someterse al estudio del benchmarking.

Mediante un proceso crítico se deben encontrar las áreas que necesitan una mejora y se deben identificar aquellos factores que forman parte de las actividades de la empresa. Posteriormente se deben identificar aquellas compañías referentes de estudio y el benchmarking que se pretende aplicar.

Por último, se debe determinar la manera en la que se recopilarán los datos, ya sea información interna, de dominio público, investigaciones propias o visitar directamente al referente de la investigación.

#### **B) Fase de análisis**

Esta fase consiste en comprender cómo adaptar a la organización aquellas prácticas que permitan mejorar. Se debe determinar la brecha de desempeño actual

al identificar las prácticas que realiza la competencia y que pueden beneficiar a la empresa. La brecha puede ser positiva, negativa o con operaciones en paridad.

Posteriormente, se deben idear los niveles de desempeño futuros mediante el uso de una gráfica que esté compuesta por la productividad histórica, la brecha de benchmarking y la productividad futura.

### **C) Fase de integración**

Es el proceso en el que se fijan los objetivos a raíz de los hallazgos de la investigación. Se debe establecer una estrategia de comunicación donde prevalezca la iniciativa de cambio con las mejores prácticas seleccionadas. El principal objetivo es transformar dichas prácticas en principios de operación que cambien los métodos y acciones que ocasionen un cierre de la brecha entre las dos empresas.

### **D) Fase de acción**

En esta fase se transforman los principios operacionales en acciones. Primero, se desarrollarían los planes de acciones. Esto consiste en la elaboración de un plan de acción donde se especifiquen en qué modo o cómo se trascenderán los hechos. Posteriormente, se llevan a cabo las acciones y se supervisa el progreso.

Es necesario tener pautas de realización del trabajo y un supervisor para asegurar que esas acciones estén teniendo buenos resultados. Se llegará a la madurez una vez que en todos los procesos de negocio se encuentren las mejores prácticas y se asegura un liderazgo dentro del sector.

Como toda herramienta o metodología tiene sus ventajas y desventajas. Camp (1993) y Coldling (2000) nos indican que es una excelente herramienta de mejora continua, útil para hacer pronósticos del comportamiento del mercado y que promueve el trabajo en equipo.

Asimismo, permite conocer con suficiente anterioridad las nuevas tendencias y direcciones estratégicas, así como la posición relativa que tiene el organismo frente

a otros del mismo sector. Esto permite evitar el estancamiento y ofrece distintas alternativas de solución.

Dentro de las desventajas podemos encontrar que es un proceso complejo que requiere de mucho compromiso para tener éxito. No es un proceso que deba elegirse cuando se investigan cuestiones rutinarias o de baja importancia. Asimismo, puede conducir a copiar estrategias y aplicarlas de mala manera dentro de la organización. Esto puede no gustarle a la competencia.

El benchmarking se desarrolló para las empresas que no lograban competir dentro del mercado con los representantes de éste. Estas prácticas los acercaban más a su destino y permitían un ambiente más competitivo dentro del mercado. Puede ser aplicado a muchos entes económicos, y entre ellos podemos encontrar países como en este caso México ante Estados Unidos.

Es una práctica que requiere seguir una serie de pasos. Se debe mantener un orden y la organización es vital para su ejecución. Solo de esta manera se logrará llegar al objetivo final, en el cual se pretende tener un escenario parecido al de los representantes del mercado. Sin embargo, el escenario no debe ser idéntico ya que cada caso necesita emplear distintos factores para funcionar de buena manera. Lo que funcione para uno, no necesariamente será lo mejor para todos.

#### **4.2 Aplicación del benchmarking a los mercados accionarios**

El presente trabajo pretende aprovechar la flexibilidad del benchmarking para llevar estas prácticas al caso de dos mercados accionarios con distintos niveles de desarrollo. A partir de las modificaciones necesarias se pretende idear una alternativa de benchmarking para el mercado accionario en México y se usará al mercado de Estados Unidos como referencia.

Se identificaron las características únicas de cada mercado y que lo clasifican a cierto nivel dentro del mundo financiero para poder medir el nivel de desarrollo que presenta el mercado. Estos indicadores podrían servir como medida para el benchmarking, ya que, como se revisó en el primer capítulo, podrían ser influyentes

en el desarrollo del mercado accionario y porque permiten resaltar las diferencias entre ambos mercados.

El primer indicador que servirá para el benchmarking es el número de bolsas de valores que existen en el país. Es importante revisar este indicador ya que un mayor número podría permitir aumentar el nivel de competencia en el mercado con el aumento en la oferta de productos.

Otro indicador de benchmarking que se utilizará en este trabajo es el marco regulatorio de los mercados accionarios. Este indicador es importante debido a que se presentan muchos agentes económicos a este tipo de mercados y sus acciones pueden afectar a los demás de cierta manera. La regulación debe presentarse en un reglamento de divulgación, la regulación de actividades financieras, de instituciones financieras y de los participantes foráneos para maximizar su efecto.

El siguiente indicador de benchmarking va de la mano del primero, pues debe existir un marco institucional que se asegure que las normas establecidas se estén cumpliendo y con esto pueda ofrecer seguridad y confianza a los agentes económicos. Ambos indicadores se complementan, llevan una labor en conjunto y son de suma importancia para este trabajo, ya que permiten asegurar un ambiente de certidumbre y disminuir el riesgo en el mercado accionario.

La idea de incluir estos indicadores como medida de benchmarking es revisar que se cumpla con las cuatro formas que adopta la regulación en los mercados accionarios y que las instituciones puedan servir como apoyo para que el mercado accionario se desarrolle y sea una base para el crecimiento económico.

Otro indicador importante en este trabajo para aplicar el benchmarking al mercado accionario es la evidencia empírica revisada en ambos mercados. Se pretende, a través de las diferencias en el tamaño del mercado accionario, el grado de liquidez, el ahorro interno y la tasa de interés, idear posibles alternativas que mejoren estos aspectos y que permita al mercado influir en el crecimiento económico. Esto debido a que diversos análisis han postulado que la actividad económica en el mercado de acciones y la actividad económica real tienen una relación de equilibrio.

El tamaño del mercado accionario se utiliza como indicador para verificar si se encuentra positivamente correlacionado con su capacidad de actuar como eficiente medio para la movilización de capital y la diversificación del riesgo.

El grado de liquidez servirá como indicador para revisar si se tiene una influencia positiva en los proyectos de inversión de largo plazo y además otorga una valoración relativa de las operaciones con respecto al tamaño de la economía. Un mayor grado de liquidez permite la reducción de costos y una mayor facilidad en la compraventa de acciones, lo que beneficia a los inversionistas y a las empresas, las cuales cuentan con un acceso permanente a capital.

A su vez, el ahorro interno servirá como indicador para el benchmarking al otorgar una valoración de los recursos públicos y privados con los que se cuenta en cada país para invertir.

El último indicador que servirá para el benchmarking será la tasa de interés. Es una herramienta que tienen los bancos centrales para influir en la oferta monetaria dentro de cada país. El enfoque en este trabajo será sobre la tasa de interés real, ya que es aquella que permite conocer el verdadero poder adquisitivo de los ingresos. La tasa de interés real indica también el porcentaje de ganancias posibles año con año.

Cada indicador es una muestra del nivel de desempeño que tiene cada mercado. Su revisión podría mostrarse relevante para diferenciar entre el mercado accionario de Estados Unidos y el de México, debido a que son condiciones que permiten obtener resultados a partir de las alternativas planteadas a través del benchmarking.

## **CAPÍTULO 5. PROPUESTA A TRAVÉS DEL BENCHMARKING PARA EL MERCADO MEXICANO**

En los anteriores capítulos se estudió el mercado accionario estadounidense y el mexicano. En base a ello se pretende tomar las ventajas competitivas del primero, y mediante prácticas de benchmarking, idear una posible alternativa para el caso mexicano. La alternativa que se plantee deberá ser medida a través de los aspectos cualitativos y productivos del mercado para conocer si se logró aumentar la competitividad del mercado.

Esto se lleva a cabo con el objetivo de que el mercado accionario en México adopte prácticas similares al mercado estadounidense y que posteriormente estas prácticas permitan que el mercado crezca y aumente su influencia dentro del crecimiento económico.

La adopción de estas prácticas es un proceso sistemático y continuo, pero que puede permitir al mercado conocer su posición relativa frente a otros y puede ofrecer una alternativa al mercado al adquirir mayores ventajas competitivas que le permitirán no estancarse y continuar su desarrollo. El objetivo final debería ser el lograr influir en el crecimiento económico del país.

Para ello se analizaron sus principales características, el marco institucional y regulatorio, así como la evidencia empírica que permitió ver la influencia que tienen ambos mercados dentro del ámbito financiero.

Esto sirvió para observar las fortalezas y debilidades que tiene cada mercado, así como los obstáculos a los que se enfrenta su crecimiento. En el caso estadounidense, se trató de un mercado ya desarrollado y con un gran dominio dentro del mundo financiero. Tiene un gran potencial y puede ser un impulsor del crecimiento económico del país. Se podría inclusive decir que es uno de los mercados más globalizados del mundo.

En el otro caso, el mercado mexicano sigue en desarrollo y ha presentado problemas para continuar desarrollándose. Tiene una gran influencia dentro de América Latina, pero al compararse con mercados accionarios internacionales,

sigue en rezago. Su influencia dentro de la economía del país no es la esperada ya que las dimensiones que presenta son insuficientes en comparación con otros mercados.

### **5.1 Diferencias entre el mercado mexicano y estadounidense**

En este apartado se pretenden observar las principales diferencias que se pudieron localizar con base en los indicadores de benchmarking. A fin de facilitar el desarrollo de este trabajo, se analizará una por una las diferencias encontradas en los anteriores capítulos.

Estas diferencias entre los mercados accionarios permitirán situar a México en el panorama global, ya que el mercado accionario estadounidense representa los más altos estándares dentro del mundo financiero.

Asimismo, permitirá idear una serie de alternativas, a través de las prácticas de benchmarking, para el mercado accionario mexicano que irán en el sentido de aumentar la influencia del mercado dentro de la economía, mejorar las condiciones financieras del país y poner a México en el mapa en cuanto a términos financieros.

Los indicadores que servirán como medida de benchmarking son el número de bolsas de valores en el país, el marco regulatorio e institucional, así como la evidencia empírica en cuanto al tamaño del mercado, el grado de liquidez, el ahorro interno y la tasa de interés. Cada uno de estos indicadores se analizará en ambos mercados y se presentarán las diferencias a continuación.

#### **A) Número de bolsas de valores**

Al analizar ambos mercados, el primer indicador fueron las principales bolsas de valores que tiene cada uno. En Estados Unidos se identifican tres principales, pero existe una gran variedad de ellas, mientras que en México se cuenta con dos bolsas de valores. Históricamente solo había sido una en el mercado, pero recientemente se incorporó la Bolsa Institucional de Valores.

El hecho de contar con un mayor número de bolsas de valores dentro de la economía no precisamente significa que sea mejor, pero si puede aumentar el nivel

de competencia dentro de este mercado a través de una mejor oferta de productos. Esto tiene como resultado posteriormente una ampliación del mercado.

Por otro lado, diversos estudios, como el de Goldsmith en 1969, desarrollaron modelos teóricos que proponían distintos canales a través de los cuales la aparición de nuevos mercados e instituciones financieras afectaban al crecimiento económico.

La economía financiera actual cuenta con varios análisis empíricos a nivel de empresas, sectores económicos y estudios de países, que ponen de manifiesto la existencia de un fuerte vínculo positivo entre el funcionamiento del sistema financiero y el crecimiento económico a largo plazo de un país.

El enfoque funcional es el que permite facilitar el manejo del riesgo, la asignación del capital, la supervisión de administradores, movilización de ahorro y la liberalización del comercio de bienes, servicios y contratos financieros. Las funciones financieras impulsan básicamente la acumulación del capital y a las innovaciones tecnológicas, que son factores imprescindibles del crecimiento económico (Peraza, 2010, p. 49).

En otro sentido, la evolución de la situación no financiera ha impactado al conjunto del sistema financiero. El desarrollo de telecomunicaciones, políticas del sector no financiero, las instituciones y el crecimiento económico influyen sobre la calidad de los servicios financieros y la estructura del sistema. La economía mexicana y la estadounidense han tenido estos cambios presentes impulsados por la globalización económica y financiera.

La diferencia entre las bolsas de valores de ambos países recae en primera instancia sobre el funcionamiento de los elementos de estos mercados. Las bolsas de valores de Estados Unidos están mejor clasificadas dentro del *Global Financial Centres Index* que la Bolsa Mexicana de Valores, por lo que se supone una mayor calidad y eficiencia del mercado para los inversionistas y para las empresas. La operatividad del mercado estadounidense presenta un mejor desempeño que el de México.

## **B) Marco institucional y regulatorio**

El siguiente rubro que se menciona son las instituciones regulatorias en ambos mercados. No existe gran diferencia en este sentido, ya que ambas cuentan con un organismo central que se apoya en otras divisiones para llevar a cabo sus tareas de regulación del mercado accionario. En Estados Unidos se cuenta con la Comisión de Valores y Bolsa de Comercio, mientras que en México se cuenta con la Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

Ambas instituciones buscan adoptar dentro de sus objetivos las cuatro formas de regulación, ya que obligan a la divulgación de información completa por parte de los participantes, regulan la comercialización de valores, monitorean a otras instituciones financieras y regulan a los participantes foráneos.

Añadiendo a esto, no ha sido posible comprobar que los países con un solo organismo regulador tengan un mejor desempeño durante las crisis o sean mejores al prevenirlas que un país con diversas instituciones. La crisis de 2008 afectó el sistema financiero de varios países con distintos acercamientos regulatorios (Murphy, 2015).

## **C) Evidencia empírica**

Hasta este punto del estudio pareciera que no se detectan grandes diferencias entre ambos mercados accionarios. La cantidad de bolsas de valores o el marco regulatorio e institucional no son aspectos que permitan realizar una comparación amplia. Sin embargo, el verdadero rezago que tiene el mercado mexicano frente al mercado estadounidense se presenta en la evidencia empírica.

Son dos economías distintas, pero ambas de grandes dimensiones pues representaron la primera y la décimo cuarta en cuanto a producción nacional en el año 2017. La economía de Estados Unidos es conocida por su gran industria y avance tecnológico. Es considerada una economía desarrollada y lidera la producción a nivel mundial, mientras que la economía mexicana es considerada subdesarrollada y se basa en la exportación de distintos productos. Existe también industria, pero no es tan avanzada ni produce tanto como la estadounidense.

La evidencia empírica nos permite entonces ver el desenvolvimiento de ambas economías. Esto servirá para asociar este desenvolvimiento al mercado accionario y ver si puede llegar a ser influyente en el crecimiento y desarrollo económico, así como servirá de medidor para la alternativa que se pretende desarrollar con las prácticas de benchmarking.

La primera gran diferencia en este indicador es la dimensión que tienen ambos mercados dentro de la economía. La medición nos permite observar la habilidad del mercado para movilizar y diversificar el riesgo. Entre mayor sea la capacidad del mercado para movilizar el capital y diversificar el riesgo, mayor será su dimensión dentro de la economía.

Comparando los porcentajes de ambos mercados, se puede observar que el tamaño del mercado mexicano frente al de Estados Unidos es insuficiente. En el año 2017, el mercado de México representó un 39.53%, frente a un 165.65% del mercado en Estados Unidos.

Otro ámbito importante es el grado de liquidez, pues permite observar el financiamiento adecuado de proyectos de inversión de gran tamaño y de largo plazo. Un mayor número en el grado de liquidez del mercado significa mayores incentivos a la adquisición de información sobre empresas y administradores, permitiendo que las inversiones dentro del mercado se vean más atractivas.

El grado de liquidez es igualmente insuficiente al comparar al mercado mexicano con el estadounidense. El mercado mexicano presentó un grado de liquidez de 39.53% en el año 2017, frente a 205.18% en el grado de liquidez del mercado de Estados Unidos.

En el comportamiento del ahorro interno bruto, se observó que representaba un porcentaje cercano e inclusive mayor al de Estados Unidos. Sin embargo, según datos de Banxico y la Reserva Federal, se puede observar el destino que tiene ese porcentaje de ahorro por cada país.

Un pequeño porcentaje se destinaba a los instrumentos monetarios a plazos (alrededor del 14%) en México, mientras que en Estados Unidos esta cifra ascendía

a casi el 400% del PIB. Sin duda una diferencia abismal que denota la diferencia en el uso de estos instrumentos en cada país.

En cuanto a la tasa de interés real también se encuentran diferencias dentro del comportamiento, ya que esta presenta valores positivos en Estados Unidos durante todo el periodo. En México el comportamiento que presenta la tasa de interés real es muy volátil y no siempre dentro del plano positivo.

La problemática que denota esto dentro del mercado accionario es que no se permitió asegurar los rendimientos a los inversionistas durante el periodo, por lo que son impulsados a buscar otros mercados donde invertir.

Al analizar las variables para ambos mercados, se concluye que, en México, pese al desarrollo de nuevos instrumentos financieros y el crecimiento del mercado secundario, las empresas nacionales no pueden considerar al mercado accionario como una alternativa de financiamiento.

Su evolución ha sido insuficiente ya que es muy reducido el número de empresas que se pueden beneficiar de ello y la bursatilización de este mercado descansa en un pequeño conjunto de acciones de empresas de gran tamaño, aun cuando el ahorro a largo plazo haya sido beneficiado por esto.

La evidencia empírica en conjunto permite observar que el mercado accionario en México no ha sido una fuente de financiamiento importante para las empresas mexicanas y que el valor de la bolsa como porcentaje del PIB es muy reducido en comparación al de Estados Unidos. Su influencia es muy limitada dentro del crecimiento económico.

Un mercado moderno debe permitir a los ahorradores invertir directamente en activos financieros emitidos por las empresas, de manera que, a mayor tamaño, liquidez y cobertura, mayor debe ser la posibilidad de las empresas de colocar emisiones primarias, obtener financiamiento, realizar inversiones y detonar el crecimiento económico.

La alternativa a través de prácticas de benchmarking que se desarrolle debe atacar este rezago del mercado accionario de México para permitirle desarrollarse plenamente y que pueda influir dentro del crecimiento económico de México.

## **5.2 Propuesta de alternativas**

Una vez localizadas las principales diferencias entre ambos mercados se puede idear una serie de alternativas a través de las prácticas de benchmarking. En este tipo de prácticas se busca analizar las técnicas de los líderes en el mercado para ajustarlas a las necesidades de la organización. En este caso, y analizando los tipos de prácticas de benchmarking presentes en el cuarto capítulo, se pretende implementar un benchmarking funcional.

El benchmarking funcional permite identificar la práctica más exitosa de una empresa u organización del mismo ámbito. A través de esta identificación se debe idear una alternativa viable que permita el desarrollo de ventajas competitivas para la organización.

Siguiendo esta línea, se pretende adecuar las prácticas que llevaron al mercado accionario de Estados Unidos al liderato económico en el caso de México y siguiendo una serie de indicadores anteriormente mencionados, donde el mercado accionario no parece tener suficiente influencia dentro de la economía.

La flexibilidad de este tipo de prácticas permite que se pueda idear una alternativa para el mercado accionario de México. Sin embargo, para que estas prácticas tengan éxito se debe seguir el proceso de benchmarking ordenadamente. Las fases por seguir en estas prácticas son la planificación, el análisis, la integración y por último una fase de acción. A continuación, se desarrollará cada fase del benchmarking funcional con la recomendación que se hace para el mercado accionario mexicano.

En una primera fase se realiza la planeación al fijar un objetivo viable y factible que minimice el margen de error y permita conocer la posición relativa que se tiene. La identificación anterior de diferencias entre mercados permite posicionar a ambos dentro del ámbito financiero, lo que otorga a su vez una posición relativa.

La diferencia más notable dentro de este análisis se da en la evidencia empírica de ambos mercados, ya que en México no se cuenta con la dimensión, cobertura ni grado de liquidez suficientes para influir en el crecimiento económico.

La alternativa que se debe implementar debe entonces hacer énfasis en mejorar estas condiciones. El mercado debe desarrollarse para que haya mayores oportunidades de inversión, se mejore la recepción de información de inversionistas, haya empresas públicas más transparentes, la bolsa de valores tenga un mayor rendimiento y se pueda diversificar el riesgo. La combinación positiva de estos y más factores podrían a su vez lograr un mayor desarrollo del mercado que se transforme en crecimiento económico.

La alternativa debe buscar una completa reforma en cuanto a la competitividad empresarial del país para poder hacer frente a los problemas que tiene el mercado accionario en cuanto a su dimensión y en la influencia de este sobre el crecimiento económico.

En Estados Unidos las PYMES son una de las bases del crecimiento económico y la competitividad. Apoyar a las PYMES es un interés fundamental de Estados Unidos. El desarrollo de esas unidades asegura la persistencia del sistema económico libre y competitivo basado en el mercado, tal como se establece en las leyes.

Sin PYMES pujantes habría menos competencia en ese país, lo cual históricamente ha significado mayores costos, baja productividad y menor innovación. La empresa libre y competitiva es el cimiento de la economía de mercado (Van Wert, 1998).

En la Ley de Empresas Pequeñas (Ley Pública 85-536) se asienta que *“la esencia del sistema económico estadounidense de la empresa privada es la libre competencia, básica para el bienestar económico y la seguridad nacional, que no se lograrán a menos que se fomente la capacidad real y potencial de las empresas pequeñas”*.

En este sentido la posible alternativa a idear en términos del benchmarking sería un modelo de apoyo a las PYMES parecido al de Estados Unidos en el que se le otorgue todas las facilidades a este tipo de empresas para que prosperen.

Se debe impulsar el crecimiento de las pequeñas y medianas empresas para aumentar su ciclo de vida, se debe impulsar el emprendimiento y el registro de sociedades para atacar la informalidad y se debe aumentar la confianza de las personas hacia las instituciones bancarias al otorgar más facilidades de crédito y mejorar la educación financiera.

Al impulsar el crecimiento generalizado de las pequeñas y medianas empresas, es posible aumentar su contribución de valor agregado a la economía y atacar otros problemas económicos, como lo son la informalidad y la inestabilidad económica.

El esfuerzo debe ir enfocado en términos de financiamiento, orientación administrativa, asistencia técnica y una reforma regulatoria, la cual permita eliminar las disposiciones innecesarias y evite gastos innecesarios para cumplir con las regulaciones gubernamentales.

Se debe apoyar a las empresas nacionales antes que al capital extranjero para que este desarrollo se traslade a una estructura laboral más fuerte en México. Al tener esta base, las tasas de desempleo se verán reducidas, habrá mayor capital nacional, mayores oportunidades de inversión y el rendimiento de la bolsa de valores podrá aumentar.

La estructura laboral de México debe cambiar en muchos sentidos para que este cambio posteriormente se refleje en otros sectores, como en este caso el mercado accionario y todo el sistema financiero en conjunto, pues de nada contribuye acercar a la población al mercado accionario cuando no existe el capital necesario para invertir.

Sin embargo, su correcta aplicación permitiría a las bolsas de valores en México ser capaces de reducir el riesgo, acelerar el cambio tecnológico y crecimiento económico, mejorar la adquisición de información sobre inversiones y asignación de recursos, aumentará la supervisión de los administradores y el control de las

empresas, se movilizará el ahorro permitiendo diversificar el riesgo, la liquidez y el tamaño de las empresas viables, y se podrá facilitar el intercambio de valores, permitiendo una mayor productividad y desarrollo del mercado.

Si el desarrollo económico logra aumentar, entonces se trasladará a un mayor desarrollo de los mercados, permitiendo que este crezca con cada vez más empresas integradas, más opciones de inversión y capital disponible en el país, y permitiendo que su influencia dentro del crecimiento económico se haga más presente con un mayor grado de liquidez.

Es una apuesta fuerte que quizá no permita minimizar el margen de error, pero para resultados significativos se deben tomar acciones significativas. Estos resultados posteriormente deben ser establecidos como los niveles de desempeño futuros.

La fase de análisis dentro del benchmarking funcional precisamente incluye este seguimiento de medidores al ir implementando las acciones y evaluar su incidencia en la organización frente a los competidores y en términos de su posición relativa.

Para fijar la brecha de desempeño se propuso partir de la evidencia empírica de los capítulos II y III, pues esos medidores permiten ver la influencia que el mercado está teniendo dentro de la economía y a partir de ahí se podrían sacar las conclusiones.

Se toma en cuenta el tamaño del mercado, pues tiene una correlación positiva con la movilización y diversificación del riesgo. Refleja el nivel de financiamiento accionario que puede alcanzar un país mediante su mercado.

También el grado de liquidez, que tiene una relación positiva al financiar adecuadamente los proyectos de inversión de gran tamaño y de largo plazo, además de incentivar la adquisición de información y permitir a las empresas un acceso permanente al capital.

Estos medidores se complementan, pues puede haber grandes economías, pero con poca actividad. Sin embargo, es bien sabido que en mercados líquidos el intercambio es barato y existe poca incertidumbre.

A esta fase le sigue la de integración, en la cual se fijan los objetivos a raíz de la investigación realizada. Como un objetivo secundario se fija el desarrollo del mercado accionario y el aumento de su influencia dentro de la economía, así como la adopción de la alternativa desarrollada con el benchmarking de manera constante y sistemática, mientras que como objetivo primordial debe ser el crecimiento económico. La consecución de los objetivos secundarios serán la base para el objetivo primordial.

Por último, se tiene la fase de acción, en la cual se transforman los principios operacionales en acciones. Es necesario tener pautas de realización de trabajo para asegurarse que las acciones estén teniendo buenos resultados. Para este requerimiento se propone utilizar los indicadores de benchmarking que se desarrollan en el cuarto capítulo.

La observación de estos indicadores podría probarse vital para las alternativas planteadas, ya que permiten conocer si se tomó el buen camino o es necesaria una reorganización.

## **CONCLUSIONES**

A partir de la revisión de la teoría del benchmarking y las alternativas planteadas en este trabajo se puede concluir que el benchmarking funcional permitiría que se adaptaran las medidas de un mercado maduro y referente a nivel global como el de Estados Unidos. Es una posible vía de apoyo al crecimiento del mercado accionario mexicano, el cual es un mercado subdesarrollado y poco representativo dentro de la economía del país. Debido a esto no es posible su injerencia dentro del crecimiento económico.

Apoyándose en la flexibilidad de las prácticas de benchmarking, las medidas deben ir orientadas y adaptadas al mercado de México. Este proceso requiere observar a los líderes del mercado e idear un escenario parecido a través de las ventajas que presentan, pero no idéntico. Lo que destaca en uno no necesariamente será útil para otro. Pero lo seguro es que el proceso debe ir acompañado de mucha organización y adaptación para ser exitoso.

Se concluye que el proceso de benchmarking para el mercado mexicano, pero que hay una serie de instrucciones a seguir, además de que el cambio se debe presentar desde las bases de la economía para que desde ahí se transmita a todos los demás sectores. El mercado accionario debe funcionar como el aceite que lubrique los engranajes y permita que el motor y la máquina funcionen eficientemente.

Este cambio debe ir orientado a la estructura laboral y al impulso de las pequeñas y medianas empresas. Además, debe existir un impulso a la acumulación del capital y la innovación tecnológica para que así los servicios financieros dentro del mercado accionario mejoren y sean más accesibles.

El mercado accionario debe aumentar en tamaño, liquidez y cobertura. De esta manera atraerá a más inversionistas y aumentará la posibilidad de que las empresas obtengan financiamiento a través de la emisión de acciones. Habrá beneficios para todos los agentes económicos, detonando así el crecimiento económico, tal y como se presenta en mercados desarrollados y modernos.

La evidencia ha permitido observar que esto no se presenta en México y que la profundización financiera no es la suficiente como se ha esperado. Esta profundización financiera ha probado ser importante en los años más recientes de acuerdo con diversos autores y se comprobó en el primer capítulo de este trabajo a través del análisis de las teorías acerca del mercado accionario.

Desde el punto de vista económico, la aplicación del benchmarking resultaría ventajosa al permitir la mejora de un servicio dentro de una organización y al obtener información continua de los procesos que existen internamente.

Asimismo, permitiría identificar las oportunidades de mejora y las tendencias con suficiente anterioridad, permitiendo conocer la posición relativa de la organización frente a otras y ofreciendo distintas alternativas de solución.

Es un proceso que permite a la organización una mejora continua a través del análisis de los competidores. Las mejoras pueden ser identificadas e introducidas con mayor facilidad, lo que a su vez causa una reducción del riesgo y permite a la organización posicionarse frente a su competencia.

Este tipo de prácticas requieren de un compromiso activo y objetivos claros. Es necesario estar abierto a nuevas ideas y que las innovaciones se apliquen, así como tener en mente que la competencia seguirá reformándose. La anticipación es un factor clave para mejorar la posición relativa de la organización.

Asimismo, se requiere de tiempo para que las medidas sean implementadas y tengan efecto, pero con orden y compromiso, esto significará seguramente un cambio para el mercado accionario mexicano y que se contagiará a los otros sectores propiciando un mayor desarrollo y crecimiento económico.

## BIBLIOGRAFÍA

1. Aghion, P. (1992, marzo). A Model of Growth Through Creative Destruction. *Econometrica*. Vol. 60.
2. Aníbal, R. (1990, julio). ¿Responde la Bolsa Mexicana a los fundamentos?, *Estudios Económicos*. Vol. 5.
3. Arellano, R. (1993, enero-marzo). Relación de largo plazo del mercado bursátil mexicano con el estadounidense: Un análisis de cointegración. *El Trimestre Económico*, Vol. 60
4. Arrow. K. (1964, abril). The Role of Securities in the Optimal Allocation of Risk Bearing. *The Review of Economic Studies*. Vol. 2.
5. Aspe, P. (1993). *El Camino Mexicano de la Transformación Económica*. México: FCE.
6. Baena, N. (2008). *La liquidez en los mercados financieros*. España: Comisión Nacional del Mercado de Valores.
7. Bencivenga, V. (1965, octubre). Transactions Costs, Technological Choice, and Endogenous Growth. *Journal of Economic Theory*. Vol. 67.
8. Bencivenga, V. (1991, octubre). Financial Intermediation and Endogenous Growth. *Review of Economic Studies*. Vol. 58.
9. Boxwell. R. (1994) *Benchmarking para competir con ventaja*. España: McGraw Hill.
10. Camp, R. (1993). *Benchmarking*. México: Editorial Panorama.
11. Carrizo, J. (1977). La tasa de interés. *Revista de Economía y Estadística*. Vol. 21.
12. Centro de Estudios de las Finanzas Públicas. (2010), *El papel del mercado bursátil en el crecimiento económico de México*. México: CEFP.
13. Choi, J. (1999). Does the Stock Market Predict Real Activity? Time Series Evidence from the G7 Countries. *Journal of Banking and Finance*. Vol. 23
14. Coldling, S. (2000). *Benchmarking*. España: Editorial AENOR.
15. Cortina, J. (2014). *El mercado de valores gubernamentales en México*. México: Banco de México.

16. Cox, J. (2001). *Securities Regulation, Cases and Materials*. Estados Unidos: Aspen Law & Business.
17. Davis, L. (1966). "The Capital Markets and Industrial Concentration: The US and UK, a Comparative Study". *Economic History Review*. Vol. 19.
18. Debreu, G. (1959). *Theory of Value*. Nueva York: Wiley.
19. Diamond, D. (1983). Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity. *Journal of Political Economy*. Vol. 91.
20. Domar, E. (1946, abril). Capital Expansion, Rate of Growth, and Employment. *Econometrica*. Vol. 14.
21. Ejea, G. (1991). *Mercado de Valores, Crisis y Nuevos Circuitos Financieros en México: 1979-1990*. México: UAM.
22. Fama, E. (2004). Mercado de Capitales Eficiente: Una Revisión del trabajo teórico y práctico. *Journal of Finance*
23. Fabozzi, F. (2015). *Capital markets: institutions, instruments and risk management*. Estados Unidos: MIT
24. Garrido, C. (2005). *Desarrollo Económico y Procesos de Financiamiento en México*. México: UAM.
25. Gitman, L. (2009). *Fundamentos de Inversiones*. San Diego: Pearson.
26. Haber, S. (1991). Industrial Concentration and the Capital Markets: A Comparative Study of Brazil, Mexico and the United States, 1830-1930. *The Journal of Economic History*. Vol. 51.
27. Habibullah, M. (1996). Money, Output and Stock Prices in Malaysia: An application of the Cointegration Test. *International Economic Journal*. Vol. 10.
28. Harrod, R. (1939). An Essay in Dinamic Theory. *Economic Journal*. Vol. 49.
29. Hayek, F. (1976). Law, Legislation and Liberty. *University of Chicago Press*. Vol. 2.
30. Hazen, T. (2015). *Principles of Securities Regulation*. Thomson West.
31. Hicks, J. (1969). *A Theory of Economic History*. Oxford: Clarendon Press.
32. Kaldor, N. (1962). A New Model of Economic Growth. *American Economic Review*.

33. King, R. (1993). *Financial Intermediation and Economic Development*. Londres: Centre for Economic Policy Research.
34. Lamoreaux, N. (1996). Long-Term Change in the Organization of Inventive Activity. *Proceedings of the National Academy of Science*. Vol. 93.
35. León, Ó., (2004, diciembre). Mercados de capitales. *Comercio Exterior*, Vol. 54.
36. Levine, R. (1992). A Sensitivity Analysis of Cross-Country Growth Regressions. *American Economy Review*. Vol. 82.
37. Levine, R. (1996, mayo). Stock Market Development and Long-Run Growth. *The World Bank Economic Review*, Vol. 10.
38. Levine, R. (1997, junio). *Desarrollo financiero y crecimiento económico: Enfoques y temario*. Journal of Economic Literature, Vol. XXXV.
39. Levine, R. (2000). "Son mejores los sistemas financieros basados en el sistema bancario o los basados en el mercado bursátil?". *Economía Chilena*. Vol. 3.
40. López, F. (2015). Volatility dependence structure between the Mexican Stock Exchange and the World Capital Market. *Investigación Económica*. Vol. 74.
41. Lucas, R. (1972). Expectations and the Neutrality of Money. *Journal of Economic Theory*. Vol. 4.
42. Lucas, R. (1988). On the Mechanics of Economic Development. *Journal of Monetary Economy*. Vol. 22.
43. Mandelbrot, B. (2004). *The Misbehavior of Markets: A fractal view of Financial Turbulence*. Nueva York: Basic Books
44. McKinnon, R. (1973). *Dinero y Capital en el Desarrollo Económico*. México: CEMLA.
45. Merton, R. (1995). *A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment*. Boston: Harvard Business School Press.
46. Muga, L. (2009, abril-junio). El efecto momentum en la Bolsa Mexicana de Valores. *El Trimestre Económico*, Vol. 76
47. Murphy, E. (2015). *Who regulates whom and how? An Overview of US Financial Regulatory Policy for Banking and Securities Markets*. Estados Unidos: Congressional Research Service
48. Ocampo, A. (2013). *Mercado de valores y derecho bursátil*. México: Trillas.

49. Peraza, L. (2010). *El papel del mercado bursátil en el crecimiento económico de México*. México: CEFP.
50. Rajan, R. (2003). *Saving Capitalism from the Capitalists*. Nueva York: Princeton Paperbacks.
51. Rico, R. (1996). *Benchmarking estratégico y táctico*. México: Editorial Macchi
52. Robinson, J. (1952). *The Generalization of the General Theory*. London: MacMillan.
53. Romer, P. (1986). Increasing Returns and Long Run Growth. *Journal of Political Economy*. Vol. 94.
54. Romer, P. (1990). Endogenous Technological Change. *Journal of Political Economy*. Vol. 98.
55. Schumpeter, J. (1978). *Teoría del desenvolvimiento económico. Una investigación sobre ganancias, capital, crédito, interés y ciclo económico*. México: Fondo de Cultura Económica.
56. Sen, A. (1965). *Development as Freedom*. Nueva York: Basic Books.
57. Sharpe, S. (1990). Asymmetric Information, Bank Lending and Implicit Contracts: A Stylized Model of Customer Relationships. *Journal of Finance*. Vol. 45.
58. Shiller, R. (2006). *Exuberancia Irracional*. Nueva York: Editorial Planeta
59. Smith, A. (1776). *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. Londres: William Strahan.
60. Solow, R. (1956). A Contribution of the Theory of Economic Growth. *Quarterly Journal of Economics*. Vol. 70.
61. Solow, R. (1957). Technical Change and the Aggregate Production Function. *Review of Economic and Statistics*. Vol. 39.
62. Soros, G. (2003). *The Alchemy of Finance*. Nueva Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
63. Spendolini, M. (2005). *Benchmarking*. Colombia: Grupo Editorial Norma.
64. Stern, N. (1989). The Economics of Development: A Survey. *Economic Journal*. Vol. 99.
65. Stiglitz, J. (1985). "Credit Markets and the Control of Capital". *Journal of Money, Credit and Banking*. Vol. 17.

66. Swan, T. (1956, noviembre). Economic Growth and Capital Accumulation. *The Economic Record*. Vol. 32.
67. Swan, T. (1963). *Of Golden Ages and Production Functions*. London: MacMillan.
68. Sylla, R. (2006). "Schumpeter Redux". *Journal of Economic Literature*. Vol. 44
69. Thirlwall, A. (1979). "The Balance of Payments Constraint as an Explanation of International Growth Rate Differences". *Banca Nazionale del Lavoro Quaterly Review*. Vol. 128.
70. Thirlwall, A. (2003). *La Naturaleza del Crecimiento Económico. Un Marco Alternativo para Comprender el Desempeño de las Naciones*. México: FCE.
71. Uzawa, H. (1965). "Optimal Technical Change in an Aggregative Model of Economic Growth". *International Economic Review*. Vol. 6.
72. Van Wert, J. (1998). "El gobierno y las empresas pequeñas en Estados Unidos". *Comercio Exterior*. Vol. 48.
73. Von Neumann, J. (1938). "A Model of General Equilibrium", *Review of Economic Studies*. Vol. 13.