

TERCERA SECCIÓN
MERCADO DE VALORES, FORMACIÓN DE CAPITAL
Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

FINANCIAMIENTO BURSÁTIL E INVERSIÓN: LAS PROMESAS NO CUMPLIDAS DE LA REFORMA FINANCIERA

CÉSAR ARMANDO SALAZAR*
MILDRED ESPÍNDOLA*

El propósito de este capítulo es estudiar el papel que juega el financiamiento proveniente de la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) sobre la inversión de las empresas que en ella cotizan, analizando si se han registrado cambios en la dinámica del financiamiento de la inversión a partir de la publicación de la Reforma Financiera en 2014, la cual formó parte de las denominadas reformas estructurales y se diseñó para incentivar la acumulación de capital.

Teóricamente, lo anterior se justifica porque desde la perspectiva del pensamiento económico convencional, los intermediarios financieros afectan notablemente a la inversión ya que alivian las restricciones de financiamiento y con ello permiten a las empresas ampliar sus inversiones de capital fijo en respuesta a un incremento en la demanda de sus productos (Ndikumanana, 2003).

Particularmente se supone que el mercado bursátil y el financiamiento de la inversión mantienen un fuerte vínculo a través de los siguientes tres mecanismos:

- Por sus efectos sobre el costo de capital, porque cuando el mercado de valores se expande y llega a ser más líquido, se incrementan las oportunidades de compartir el riesgo, por lo cual bajan los costos de inversión.
- Por la información que el buen funcionamiento en el mercado de valores proporciona en torno a la rentabilidad de la inversión, permitiendo identificar los proyectos más rentables.
- Porque ejerce presión sobre la dirección corporativa, especialmente a través de la amenaza de absorción de las empresas. Por medio del buen

* Instituto de Investigaciones Económicas de la Universidad Nacional Autónoma de México.

funcionamiento del mercado de valores se abre paso el proceso de supervivencia del más apto en el sector corporativo.

Sin embargo, en la práctica se debe tener mucho cuidado antes de asumir que los vínculos entre mercados de valores e inversión supuestos por la teoría necesariamente se cumplen. La Bolsa Mexicana de Valores, por ejemplo, no es, ni ha sido, una fuente importante de financiamiento para la acumulación de capital de las empresas, porque —como se analizará adelante con las cifras correspondientes— tiene un reducido número de empresas emisoras y las ofertas públicas primarias de acciones son escasas, en tanto que el mercado más dinámico es el de emisiones de deuda de corto plazo, lo cual no garantiza el financiamiento de capital fijo.

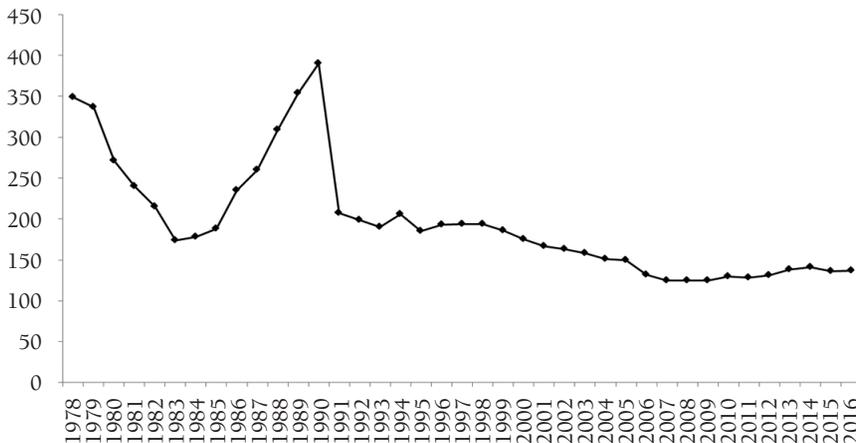
El presente capítulo está dividido en seis apartados: en el primero caracterizaremos el funcionamiento de la BMV respecto a las empresas participantes, su concentración y rentabilidad; en el segundo apartado reflexionamos sobre su papel en el financiamiento de la inversión en nuestro país, a través de su mercado de capitales y de deuda; en el tercer apartado analizaremos los cambios en el marco regulatorio de la Ley del Mercado de Valores, así como lo tocante a los mercados de valores de la Reforma Financiera de 2014; en el cuarto apartado examinaremos brevemente la importancia del gobierno corporativo; en el quinto apartado expondremos las carencias del mercado bursátil como fuente para el financiamiento en la inversión productiva; finalmente se presentan algunas propuestas y recomendaciones para un mejor funcionamiento del mercado bursátil mexicano.

LA BOLSA MEXICANA DE VALORES

Los orígenes del mercado bursátil mexicano se remontan a 1894. Sin embargo, tuvo una evolución lenta, por lo que no fue sino hasta 1975, con la fusión de las bolsas de Guadalajara, Monterrey y la Ciudad de México, cuando la Bolsa Mexicana de Valores inicia operaciones formales.

La BMV es un mercado bursátil pequeño, tanto por el número de empresas participantes como por su valor de mercado. Mientras que en 2016, en los mercados bursátiles de Estados Unidos y Reino Unido participaban 4 331 y 1 858 empresas, respectivamente, en México el número era de sólo de 137 empresas. Este dato es pequeño, incluso, comparado con países del mismo grado de desarrollo relativo de la región como Brasil y Chile en donde participan 338 y 214 empresas, respectivamente; sin mencionar a Corea del Sur donde participan 2 039 empresas. De 1988 a 2016, la BMV perdió el 56% de las empresas que participan en ella (véase gráfica 1).

GRÁFICA 1
 COMPAÑÍAS NACIONALES QUE COTIZAN EN BOLSA *



* Las compañías nacionales listadas, incluidas las extranjeras que se enumeran exclusivamente, son aquellas que tienen acciones cotizadas en una bolsa al final del año. Se excluyen los fondos de inversión, fideicomisos de unidades y compañías cuyo único objetivo comercial es mantener acciones de otras compañías cotizadas, como compañías controladoras y compañías de inversión, independientemente de su estatus legal. Una compañía con varias clases de acciones se cuenta una vez. Sólo se incluyen compañías admitidas a cotización en la bolsa.

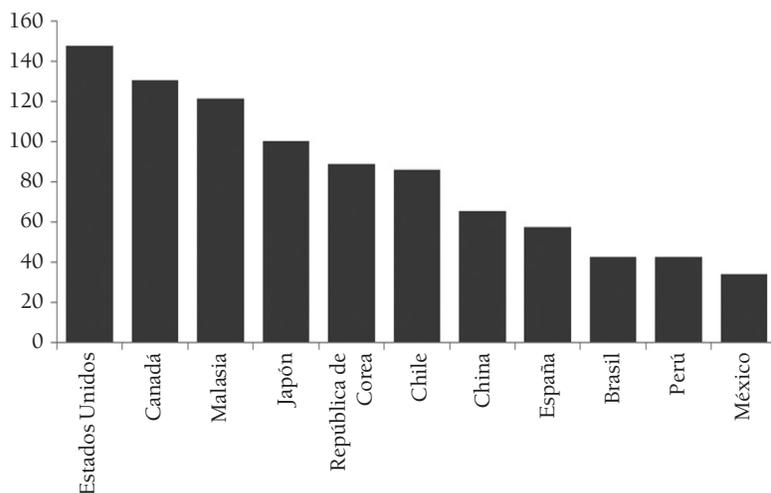
FUENTE: elaboración propia con datos de Banco Mundial (2016), World Development Indicators, disponibles en <<https://datos.bancomundial.org/indicador/CM.MKT.LDOM.NO?locations=MX&view=chart>>, consultado el 23 de octubre de 2017.

Por su parte, el valor de mercado de las empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores equivale a 33.5% del PIB, en tanto que en países como Malasia, Canadá, Estados Unidos y Japón, esta medida supera 100% del PIB. En valor de mercado, las empresas de las bolsas de España, China, Chile y Corea se ubican entre el 59 y el 89% del PIB (Banco Mundial, 2017) (véase gráfica 2).

Además del reducido número de empresas participantes, nuestro mercado bursátil se ha caracterizado por una muy alta concentración; es decir, pocas empresas representan porcentajes muy significativos de la valorización de la Bolsa Mexicana de Valores.

En 1999 tres emisoras concentraban casi el 30% del valor de mercado de la BMV: Teléfonos de México (Telmex) con el 18.6%, Carso Global Telecom (Telecom) con 5.78% y Cifra (Cifra) con 5.09%; estas empresas pertenecían a los sectores de telecomunicaciones y productos de consumo frecuente. Otras empresas como Grupo Televisa (Televisa), Cementos Mexicanos (Cemex), Grupo Financiero Banamex-Accival (Banacci), Grupo Carso (GCarso), Grupo Financiero Inbursa (GFinbur), Grupo Bimbo (Bimbo) y Grupo México

GRÁFICA 2
VALOR DE MERCADO DE LAS COMPAÑÍAS QUE COTIZAN
EN BOLSA EN 2016, PORCENTAJES DEL PIB



FUENTE: elaboración propia con datos de Banco Mundial (2016), World Development Indicators, disponibles en <https://datos.bancomundial.org/indicador/CM.MKT.LCAP.GD.ZS?locations=MX-MY-CA-GB-PE-US-ES-JP-BR-CN-CL-KR&view=chart&year_low_desc=true>, consultados el 23 de octubre de 2017.

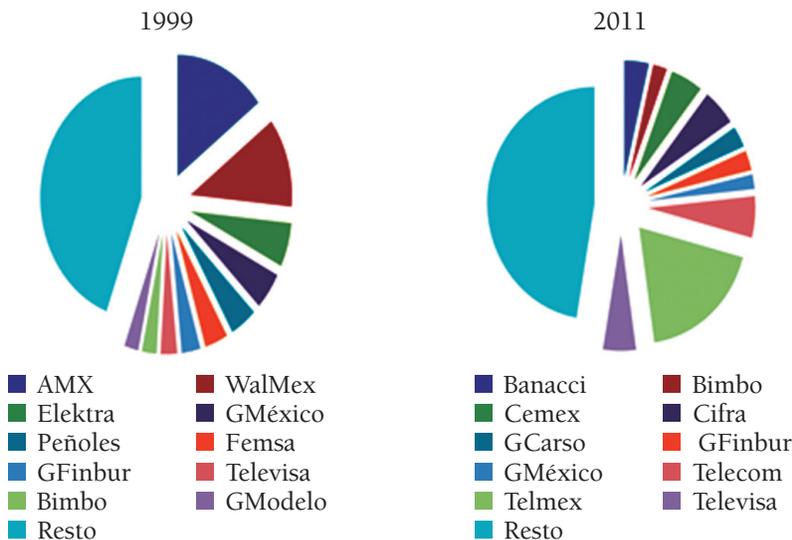
(GMéxico), concentraron otro 23.22%. El resto de las empresas se repartieron el restante 48.75% del valor del mercado (véase gráfica 3).

En 2011, aunque el nombre de algunas empresas ha desaparecido o cambiado, se repetía el mismo fenómeno. Eran tres las emisoras que concentraban el 32.43% del mercado: América Móvil (AMX) con 14.65%, Walmart de México¹ (Walmex) con 11.90% y Elektra (Elektra) con 5.88%. América Móvil y Walmart conservaron su posición como las dos más importantes emisoras; en tanto que Elektra se posicionó dentro en este grupo al incrementar su participación de 2.27% en 2010 a 5.88% en 2011.

Otras siete emisoras concentran el 23.2% del valor de mercado de la BMV, las cuales son: Grupo México (4.98%); Peñoles (4.26%); Fomento Económico Mexicano (3.68%); Grupo Financiero Inbursa (3%); Televisa (2.65%); Bimbo (2.35%) y grupo Modelo (2.26%). En suma, el valor de mercado de todas las empresas mencionadas representa el 55.6% del valor de mercado de la BMV (véase gráfica 3).

¹ Cabe señalar que el 25 de febrero de 2000 se aprobó en la asamblea de accionistas, el cambio de nombre de CIFRA, S.A. de C.V. a Walmart de México, S.A. de C.V., así como la clave de pizarra de Cifra por Walmex, BMV, disponible en <<http://www.bmv.com.mx/>>.

GRÁFICA 3
 CONCENTRACIÓN EN LA BOLSA MEXICANA DE VALORES.
 PORCENTAJE DE PARTICIPACIÓN EN EL MERCADO DE LAS EMISORAS



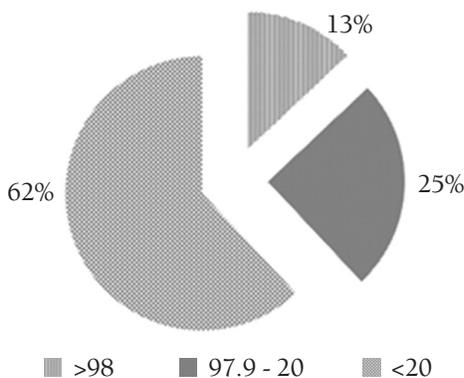
FUENTE: elaboración propia con datos de Bolsa Mexicana de Valores (BMV), *Informe anual 1999 e Informe anual 2011*, disponible en <<http://www.bmv.com.mx/>>, consultado el 18 de julio de 2013.

En 2016, alrededor del 13% (aproximadamente 18 empresas) de las empresas listadas tenían un valor de capitalización superior a 98 mil millones de pesos; 25 % (aproximadamente 34) tenían un valor de capitalización de mercado de entre 97.9 mil millones pesos y 20 mil millones de pesos, mientras que un 62% (aproximadamente 85) tenían un valor de capitalización menor a 20 mil millones de pesos (véase gráfica 4).

En términos de rentabilidad, el mercado bursátil mexicano ha tenido un buen comportamiento en los últimos años. El Índice de Precios y Cotizaciones (IPC),² el cual es el principal indicador de la BMV, ha pasado de las 5 652 unidades en diciembre de 2000 a 49 354 unidades en el último día de diciembre de 2017; es decir, se ha incrementado poco más de 8.7 veces, a pesar de la fuerte contracción provocada por la crisis financiera internacional entre 2008 y 2009. De septiembre de 2012 al mismo mes de 2017 el índice creció en 23% (véase gráfica 5).

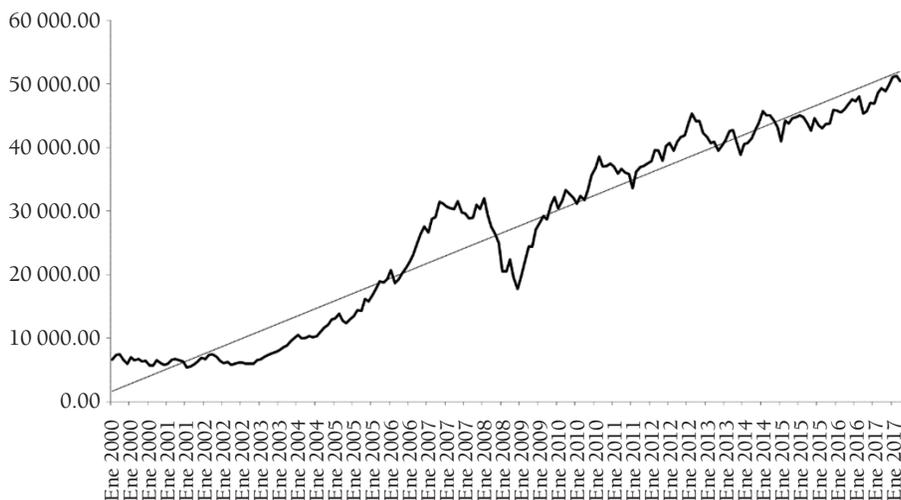
² El Índice de Precios y Cotizaciones es base octubre de 1978, y actualmente está compuesto por 35 emisoras entre la que destacan (junio 2017): Fomento Económico Mexicano, América Móvil, Banorte, Cemex, Walmart y Televisa.

GRÁFICA 4
VALOR DE CAPITALIZACIÓN DE LAS EMPRESAS LISTADAS 2016
(MILES DE MILLONES)



FUENTE: Bolsa Mexicana de Valores (BMV), *Informe anual 2016*, disponible en <<http://www.bmv.com.mx/>>, consultado el 23 de octubre de 2017.

GRÁFICA 5
ÍNDICE DE PRECIOS Y COTIZACIONES (IPC)
2000-2017

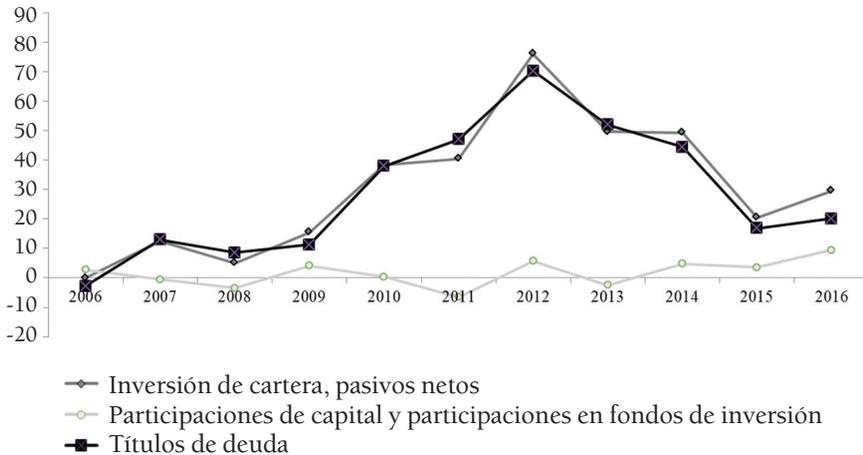


FUENTE: elaboración propia con datos de Banco de México (varios años), *Estadísticas. Índice de Precios y Cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores*, disponible en <<http://www.banxico.org.mx/SieInternet/consultarDirectorioInternetAction.do?accion=consultarCuadro&idCua dro=CF57>>, consultado el 23 de octubre de 2017.

No obstante el importante desempeño del principal indicador de la BMV, nuestro mercado accionario es menos relevante en la captación de inversión extranjera de cartera que el mercado de dinero, el cual a través de los diferenciales de interés con los activos sin riesgo internacionales y con activos líquidos y de corto plazo, resulta más atractivo para los inversionistas internacionales.

A través del diferencial de rendimiento en dólares, podemos comprender por qué el influjo de inversión extranjera de cartera destinada al mercado accionario de nuestro país se encuentra regularmente por debajo del influjo de capital destinado al mercado de dinero (véase gráfica 6).

GRÁFICA 6
INVERSIÓN EXTRANJERA DE CARTERA
(MILES DE MILLONES DE DÓLARES)



FUENTE: elaboración propia con datos de Banco de México (varios años), *Estadísticas. Inversión de cartera*, disponible en <<http://www.banxico.org.mx/SieInternet/consultarDirectorioInternet>Action.do?sector=1&accion=consultarCuadro&idCuadro=CE174&locale=es>>, consultado el 31 de octubre de 2017.

FINANCIAMIENTO BURSÁTIL E INVERSIÓN

Además de que en la BMV existe un reducido número de participantes y una enorme concentración en el valor de mercado, debe destacarse que aún las empresas que cotizan, financieras y no financieras, no buscan financiamiento de largo plazo mediante la emisión de acciones.

En los últimos años, la BMV registra muy pocas emisiones primarias de acciones de las empresas participantes. Para 2011 sólo registró cuatro ofertas accionarias iniciales, las cuales representaron un monto total de 15 875

millones de pesos, dos fueron empresas financieras —Grupo Financiero Banorte y Banregio Grupo Financiero— además de Aeroméxico y Médica Sur (BMV, 2012).

En contraste, para el mismo año, en el mercado de deuda de corto plazo se realizaron 746 emisiones por un monto de 314 637 millones de pesos. Debe indicarse, no obstante que este mercado es mucho más dinámico, es poco probable que las empresas lo utilicen con el propósito de financiar acumulación de capital, ya que no sólo las expondría, sino que generaría incertidumbre en el largo plazo.

Por su parte, en el mercado de deuda de mediano y largo plazo, hubo 144 emisiones por 222 215 millones de pesos. Sin embargo, las empresas no financieras participan sólo con el 28.4% del total; los principales participantes de este mercado son entidades del sector público —como Petróleos Mexicanos y Comisión Federal de Electricidad— con 35.27%; los Bancos y SOFOMES con el 33.3%; en tanto que la deuda de estados y municipios representa el 3.02% (BMV, 2012).

En 2016 el panorama respecto a las emisiones primarias de acciones fue similar: en este año sólo se realizaron seis ofertas accionarias, y si bien el monto ascendió a 38 426 millones de pesos (más del doble que en 2011), la emisión de una sola empresa —Infraestructura Energética Nova— fue de 30 400 millones, es decir, explica el 79% del total (BMV, 2017).

Por su parte, para el mismo 2016, los mercados de deuda de corto y largo plazo, si bien son mucho más dinámicos que las emisiones primarias, no han incrementado su actividad respecto al 2011, y de hecho la han visto reducida. En 2016 se realizaron 782 emisiones de certificados bursátiles de corto plazo por un monto de 303 983 millones de pesos (menor que en 2011). En tanto que fueron 110 emisiones de deuda de largo plazo por 158 412 millones de pesos (BMV, 2017).

Lo anterior nos indica claramente que la BMV no es una fuente eficaz de financiamiento de la inversión, y esto se puede constatar a través de la información proporcionada en la Encuesta de Evaluación Coyuntural del Mercado de Crédito publicada por el Banco de México. En el periodo 1998-2009, primera etapa de dicha encuesta, no existe como opción el financiamiento a través del mercado bursátil; sin embargo, podríamos suponer que éste se encuentra en el renglón correspondiente a “otros”.

Para el total de las empresas encuestadas en ese periodo, la respuesta “otros” rondó el 1.5%. No obstante, cuando vamos a las empresas consideradas Grandes y AAA,³ éste se incrementa, aunque no de forma significativa;

³ Las empresas son clasificadas con esos nombres por el número de empleados registrados, las grandes emplean entre de 501 y cinco mil personas, en tanto que las AAA ocupan a más cinco mil personas.

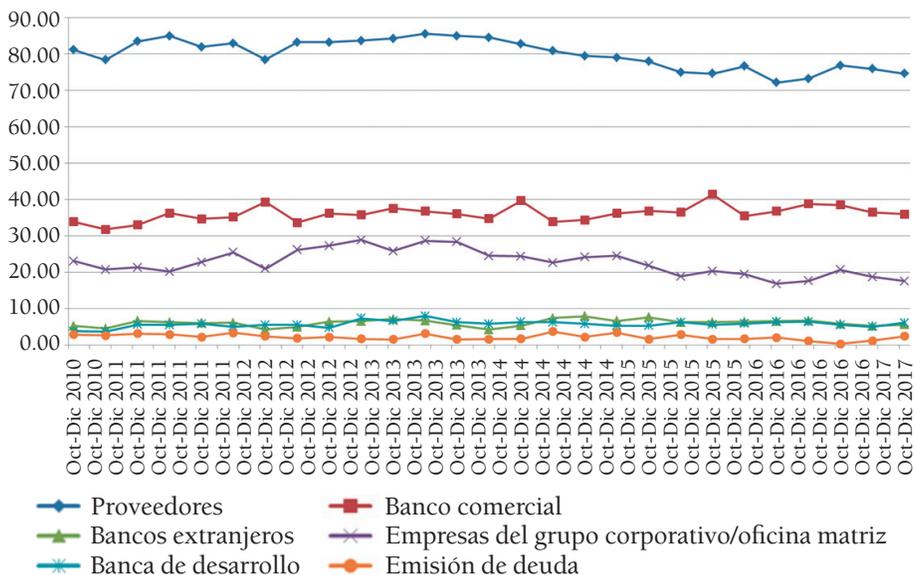
de las primeras únicamente el 3% utilizan “otros”, en tanto que las segundas sólo el 6.47 por ciento.

En la nueva metodología de esta encuesta —de la cual sólo se dispone de información desde el primer trimestre de 2009— se considera como respuesta particular a la “emisión de deuda”.

Por supuesto, es una limitante que bajo esta nueva metodología no se puedan tener los mismos criterios respecto al tamaño de la empresa de la encuesta anterior. No obstante, en la más reciente Encuesta de Evaluación Coyuntural del Mercado de Crédito, se ofrece una distinción entre empresas manufactureras y de servicios. De las primeras sólo el 2.56% recurren a la emisión de deuda; en tanto que en las segundas sólo el 2.7 por ciento.

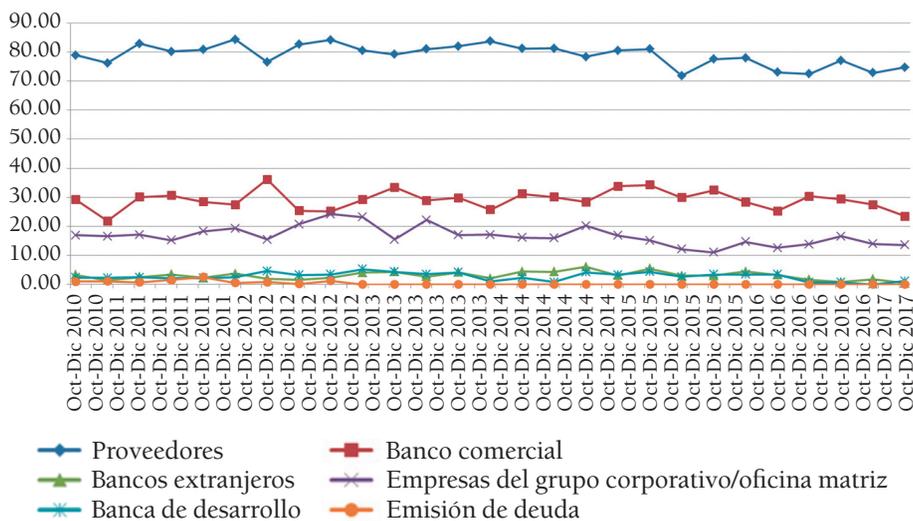
Cabe resaltar que aunque las empresas han incrementado su participación en el mercado de deuda pasando de 28.4% en 2011 a 47% en 2016, esta fuente de financiamiento continúa siendo marginal. De acuerdo a los resultados de la Encuesta de Evaluación Coyuntural del Mercado de Crédito, del total de las empresas encuestadas, en 2016 sólo el 1.55% recurrió al financiamiento mediante emisión de deuda (véase gráfica 7), en tanto que del total de empresas con más de 100 trabajadores, ninguna recurrió a este tipo de financiamiento (véase gráfica 8).

GRÁFICA 7
FUENTES DE FINANCIAMIENTO, TOTAL DE EMPRESAS



FUENTE: elaboración propia con datos de Banco de México (varios años), Encuesta de Evaluación Coyuntural de Mercado de Crédito, disponible en <<http://www.banxico.org.mx/>>.

GRÁFICA 8
FUENTES DE FINANCIAMIENTO, EMPRESAS
CON MÁS DE 100 EMPLEADOS
(NUEVA METODOLOGÍA, PORCENTAJES)



FUENTE: elaboración propia con datos de Banco de México (varios años), Encuesta de Evaluación Coyuntural de Mercado de Crédito, disponible en <<http://www.banxico.org.mx/>>.

En cuanto a las empresas manufactureras y de servicios, de las primeras sólo el 1.73% recurrieron a la emisión de deuda; en tanto que en las segundas sólo el 1.38 por ciento.

LOS CAMBIOS EN EL MARCO REGULATORIO Y LA INICIATIVA DE REFORMA FINANCIERA 2013

El escaso financiamiento otorgado mediante el mercado de valores es reflejo de las pocas empresas que pueden participar en él, por lo cual con el propósito de incorporar a un mayor número de firmas de mediana capitalización a la BMV, se reformó en 2005 la Ley del Mercado de Valores (LMV).⁴ En esta reforma se estableció la Sociedad Anónima Promotora de Inversión Bursátil (SAPIB), la cual se propone, fundamentalmente, como figura previa a la consolidación de una Sociedad Anónima Bursátil (SAB).

A través de la figura de SAPIB, se permite a las sociedades acogerse a un régimen especial que protege el derecho de los socios minoritarios funda-

⁴ La reforma entró en vigor durante 2006.

dores a la administración y al desarrollo de la empresa, y les permite reglas laxas respecto a la información financiera que están obligados a presentar, todo con el propósito de fortalecer un gobierno corporativo y convertirse en una SAB en un plazo no mayor de tres años.

En un principio, los requisitos operativos de la SAB y la SAPIB para listar en la BMV eran básicamente los mismos. Sin embargo, estas reglas operativas se han modificado, disminuyendo los requisitos respecto al número de accionistas,⁵ así como al capital contable mínimo para poder llevar a cabo una oferta pública de acciones.⁶ Actualmente, las SAPIB's necesitan un mínimo de 20 accionistas para una emisión primaria y un capital contable de cuanto menos 15 millones de unidades de inversión.

Fue hasta 2010 cuando se registraron los dos primeros listados de Sociedades Anónimas Promotoras de Inversión Bursátil, el primero con oferta pública de acciones es Proteak Uno, S.A.P.I.B. de C.V. (TEAK); el segundo, sin oferta pública de acciones es Holding Monex, S.A.P.I.B. de C.V. (Monex) (BMV, 2011a).

La Reforma Financiera de 2014 referente al mercado de valores, sigue otorgando a la autoridad regulatoria del ramo —es decir, a la Comisión Nacional Bancaria y de Valores— facultades para establecer la reglamentación secundaria en la BMV, y sólo modifica en la Ley de Mercado de Valores el tiempo durante el cual una SAPIB debe transitar hacia una SAB, de tres a diez años; asimismo, establece que el monto de capital contable máximo de una SAPIB debe ser de 250 millones de unidades de inversión, atravesando tal umbral, debe convertirse en una SAB.

Un elemento importante dentro de la Reforma Financiera, es la búsqueda de una mayor reglamentación de los certificados bursátiles fiduciarios. Se argumenta que se “ha detectado” la existencia de ciertos títulos fiduciarios a favor de “personas morales, fideicomisos con actividad empresarial o de inversión” que se generan para invertir en inmuebles, valores o demás activos que busquen “replicar el comportamiento de índices, activos financieros o parámetros de referencia”. La iniciativa recientemente presentada “pretende incorporar las características mínimas de esos títulos a denominarse según el tipo de inversión que efectúen [...] para contar con un régimen jurídico más claro y preciso”.⁷

⁵ De acuerdo a la Circular única de emisoras (SHCP, 2012).

⁶ Reglamento interior de la BMV, 2012.

⁷ Exposición de motivos de la “Iniciativa de Reforma Financiera” a la Ley del Mercado de Valores, páginas 2 y 3, disponible en <http://www.shcp.gob.mx/ApartadosHaciendaParaTodos/reformafinanciera/doctos/10_mercado_valores_08052013.pdf>, consultado el 18 de junio de 2013.

La primera emisión de títulos de este tipo fue durante 2009 con los denominados Certificados de Capital de Desarrollo (CKD). Ese año se llevaron a cabo cuatro emisiones por casi 12 mil millones de pesos. En 2016 los certificados de capital de desarrollo (CKDs) se utilizaron para financiar inversiones en acciones de pequeñas y medianas empresas promovidas, proyectos de infraestructura e inmobiliarios, proyectos y empresas del sector energético, y de manera muy importante para la inversión en activos de deuda o financiamiento se realizaron 13 emisiones por un monto total de 8 483 millones de pesos (BMV, 2017).

Otro instrumento con estas características son los Fideicomisos de Infraestructura en Bienes Raíces (Fibras), estos certificados fiduciarios son definidos como vehículos para el financiamiento en bienes raíces. La primera emisión fue en 2010 con un monto de 3 615 millones de pesos. Al cierre de 2016 había listados en la Bolsa 11 Fideicomisos de Infraestructura y Bienes Raíces con un valor de capitalización de 228 528 millones de pesos.

Sin duda que una correcta reglamentación de este tipo de instrumentos es fundamental para la salud financiera de nuestro país, ya que éstos —tanto los CDK como las Fibras— han sido demandados por los fondos de pensiones de manera importante. Con información a abril de 2013, la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (Consar) indicaba que las Sociedades de Inversión de las Administradoras de Fondos para el Retiro (SIEFORES) financiaban el 54.3% del monto total en circulación de los CDK y de las FIBRAS, lo cual ascendía a un monto de 82 942 millones de pesos.⁸

De acuerdo al documento “Antecedentes y razones de los cambios a la regulación de instrumentos estructurados” de Consar, publicado en febrero de 2016, las AFORES financiaron el 85% de los CKDs, equivalentes a un monto de 100,000 millones de pesos y 30% de las Fibras, equivalentes a 43 000 millones de pesos, en circulación. También la Consar señala que a agosto de 2017 las AFORES⁹ tenían una inversión de 58 176 millones de pesos en FIBRAS, es decir, es indudable el crecimiento de la inversión de las AFORES en estos vehículos de inversión.

La misma Consar reconoce que a través de diferentes vehículos de inversión, los recursos de los trabajadores se han canalizado a sectores productivos en México mediante la deuda privada emitida por empresas nacionales,

⁸ Consar, 2013, *Régimen de inversión de las Afores: una palanca del desarrollo nacional*, mayo, disponible en <http://www.consar.gob.mx/sala_prensa/pdf/presentaciones/2013/Presentacion_BMV.pdf>, consultado el 18 de junio de 2013.

⁹ <<https://www.gob.mx/consar/articulos/la-inversion-de-las-afores-en-actividades-productivas-supera-el-billon-de-pesos-126727?idiom=es>>, consultado el 7 de noviembre de 2017.

las acciones de las empresas, así como a través de inversiones en Fibra, Fibra E,¹⁰ Certificados de Capital de Desarrollo (CKD) y Certificados Bursátiles Fiduciarios de Proyectos de Inversión (CERPI) que financian actividades o proyectos dentro del territorio nacional de manera creciente.

EL GOBIERNO CORPORATIVO

La importancia que se da tanto en la legislación vigente como en la Reforma, a la consolidación de un gobierno corporativo eficiente no es menor. La extremadamente aguda e inesperada fase de contracción económica sufrida por los países asiáticos entre 1997 y 1999, enfocó la atención en la “forma asiática de hacer negocios”; predominó la opinión de que las causas subyacentes más profundas de la crisis fueron estructurales, incluyendo la forma en que interactuaban corporaciones, bancos y el gobierno en estos países (Singh, 2003).

Esta descripción de la crisis enfatiza las deficiencias en la regulación prudencial en el sector financiero, la naturaleza y el grado de competencia en el mercado de productos, sobre todo, en la calidad del gobierno corporativo en mercados emergentes, como la razón estructural fundamental de la contracción económica (Singh, 2003).

Los escándalos corporativos de las firmas estadounidenses de Enron y WorldCom en 2001, así como los que le siguieron en el resto del mundo, mostraron que los problemas del gobierno corporativo no era sólo de países en desarrollo, y que la regulación encaminada a una mayor transparencia de las empresas públicas de los mercados financieros era fundamental para un manejo adecuado de los recursos (Flores, 2007).

Sin embargo, para los mercados bursátiles de los países emergentes se ha enfatizado la importancia de la relación entre finanzas corporativas y gobierno corporativo, ya que este último debe asegurarse de conseguir retornos de la inversión y son muchas las particularidades en los países subdesarro-

¹⁰ En el marco del tercer informe de gobierno de Enrique Peña Nieto se anuncia la creación del Fideicomiso de Inversión en energía e infraestructura (Fibra E). De acuerdo a la BMV, es un vehículo financiero con el que se atraerá inversión para cualquier empresa, sea pública o privada, que cumpla con los requisitos establecidos por la norma aplicable a través de la bursatilización de algunos de sus activos maduros (ya existentes). De acuerdo con especialista “surge en un contexto en que el gobierno federal se enfrenta a una fase de desaceleración económica presionada por la depreciación del peso, y sobre todo por la caída en los precios del petróleo [...] Ante este escenario, el gobierno creó una categoría especial de inversión que permitirá a inversionistas institucionales (bancos, sociedades financieras, compañías de seguros, Afore, etc.) y al gran público inversionista participar en el sector energético y de infraestructura en México”, disponible en <<https://www.forbes.com.mx/10-claves-para-entender-la-fibra-e/>>, consultado el 7 de noviembre de 2017.

llados. Sobre todo, debe asegurarse la transparencia y la rendición de cuentas para cada uno de los participantes en el mercado sin importar el tamaño.

EL MERCADO BURSÁTIL NO ES UNA FUENTE IMPORTANTE DE FINANCIAMIENTO PARA LA INVERSIÓN PRODUCTIVA

Con los datos presentados anteriormente, observamos que los intermediarios financieros en nuestro país no cumplen satisfactoriamente con el propósito de ser fuente de crédito para la inversión. En la citada Encuesta de Evaluación Coyuntural del Mercado de Crédito, se revela que 80% de todas las empresas, grandes o pequeñas, se financian fundamentalmente a través del crédito de proveedores; sólo alrededor del 35% recurre al crédito de la banca comercial y poco más del 5% solicita crédito de la banca de desarrollo.

También se ha demostrado que para una muestra de las empresas más importantes que cotizan en la BMV, la principal fuente de financiamiento son sus recursos internos (Salazar, Espíndola y Feregrino, 2010). Es decir, aquellas empresas que podrían acceder fácilmente al mercado bursátil para financiar su inversión de capital, simplemente tienen mejores opciones.

Lo anterior se debe, como ya lo había señalado Keynes, a que si bien el mercado secundario de deuda podía ampliar la liquidez y generar mayor inversión productiva, también podría actuar como un vehículo para especular con base en los movimientos de los precios del mercado, lo cual puede incrementar su volatilidad al punto tal de desincentivar la inversión productiva.

De esta manera, los mercados financieros permiten obtener ganancias independientes de la producción real, especulando sobre el movimiento futuro de los precios, lo que acentúa su volatilidad. Esto puede hacer más difícil su utilización como fuente de recursos para financiar la inversión (Mott, 2007).

Es por ello que en lugar de ser un medio para facilitar las actividades empresariales, con lo cual las empresas podrían regular su liquidez, refinanciando las inversiones fijas de capital financiadas internamente, el mercado de capitales se convierte en un instrumento de absorción de liquidez de las empresas. La inflación en el mercado de capitales, por tanto, destruye cualquier conexión entre los precios de las acciones en el mercado y el ingreso en dinero o ganancia supuesta o esperada, derivada de cualesquiera activos de capital productivo subyacente (Toporowski, 2004).

De este modo, lejos de motivar una mayor inversión en capital fijo tal como se había concebido, la inflación en el mercado de capitales hace que las empresas permuten sus actividades productivas a financieras y se vuelvan rentistas.

Una muestra de que el financiamiento del mercado de valores no es una fuente eficaz de financiamiento para la inversión en México, es que la mayor parte de las operaciones que se realizan con títulos financieros corresponden al mercado secundario y la colocación de nuevas emisiones representa sólo una parte pequeña de los valores negociados (Mott, 2007).

En todo caso, los mercados financieros, señala Toporowski, permiten a sus dueños reponer sus reservas líquidas a medida que sus inversiones se vuelven exitosas o, en algunos casos, cuando se espera que sean exitosas.

Además, las empresas enfrentan los problemas de acceder y permanecer en el mercado accionario, lo que implica el reto de preservar su valor de mercado y continuar siendo atractivas para los inversionistas, en cuya tarea pueden afectar negativamente sus inversiones físicas.

En México, el desarrollo del mercado de valores en el tiempo muestra justamente estos problemas. El impulso al mercado bursátil no tuvo el éxito esperado porque su crecimiento se basó en el movimiento de títulos de mercado secundario y no en la emisión de nuevas acciones. Además de que la emisión de éstas, en 1987, coincidió con el primer desplome bursátil, lo que restó credibilidad como fuente generadora de recursos para la inversión (Levy, 2001).

Por otro lado, durante los años 1983-1987, frente a la necesidad de obtener recursos para el pago del servicio de la deuda externa y por la reducción del encaje legal, el Estado aumentó la colocación de deuda interna, especialmente de corto plazo en el mercado financiero, además prohibió temporalmente a la banca realizar operaciones directamente en el mercado de valores y particularmente en las casas de bolsa. Compensatoriamente se impulsó a las sociedades de inversión para dinamizar el mercado bursátil.

De esta manera las casas de bolsa ganaron terreno, por lo que la captación del sector bursátil pasó de 2.8% del PIB en 1982 a 10.7% en 1987 (Guillén, 2002). Sin embargo, el dinamismo de la bolsa no se debió a una mayor tasa de crecimiento de las ofertas primarias de acciones, ya que la recesión económica y la captación de recursos para pagar la deuda externa no permitieron su crecimiento, se debió al mercado de dinero, principalmente de Cetes.

La importancia de los Cetes en el dinamismo del mercado bursátil fue resultado de que el sector bancario adquirió en promedio, entre 1985-1987, prácticamente la mitad de los instrumentos gubernamentales, de esta manera los bancos recibían altos rendimientos con un bajo riesgo (Clavijo y Valdivieso, 2000).

Por otro lado, en 1987 el mercado accionario de renta variable cobró fuerza, consiguiendo que las acciones representaran 8% de las colocaciones netas y el valor de las operaciones totales del mercado variable representa-

ra 83%. Esto provocó nuevamente un aumento en la actividad del mercado secundario, sin inducir a incrementos significativos en la emisión de títulos en el mercado primario. Es decir, el índice de precios y cotizaciones se incrementó debido a la especulación (Clavijo y Valdivieso, 2000).

Ante la incapacidad del mercado bursátil para captar ahorro financiero y fomentar el crecimiento económico, en 1989 se realizó la reforma más importante en el mercado bursátil: la internacionalización de las operaciones del mercado financiero. Esto permitió que las empresas mexicanas emitieran acciones que podían comprar los no residentes y se aceptó la colocación de títulos de empresas mexicanas en el exterior, promoviendo la creación de fondos de inversión mexicanos en otras monedas.

Aunque los indicadores confirman una consolidación de la actividad bursátil, tomando en cuenta el valor de las operaciones, que aumentaron de 2 360 millones de dólares en 1985 a 52 646 millones en 1997, la aceleración de la actividad bursátil en México sólo contribuyó de manera insignificante al financiamiento de las empresas gracias a nuevas emisiones de títulos (Guillén, 2002).

En la actualidad, la situación no ha cambiado ya que los bancos, al tener la posibilidad de obtener grandes ganancias, prácticamente sin riesgo, a través de la compra de deuda pública, se han refugiado en el mercado de dinero. De tal manera que han dejado de competir por recursos en el mercado de capitales, a fin de realizar la transformación de plazos necesarios para fundear la inversión productiva. En contraste, en los países con desarrollo económico similar al nuestro, los títulos de deuda bancaria constituyen una parte importante del mercado bursátil, porque los bancos captan recursos en el mercado de capitales a fin de dar crédito a mediano y largo plazo a la industria. En México, los principales instrumentos financieros que se negocian en la bolsa de valores son títulos gubernamentales, papel comercial y participaciones de capital de un reducido número de grandes empresas (Mántey, 2007).

Es decir, el crecimiento del mercado de capitales se sustenta en el dinamismo del mercado de dinero y no en el impulso del mercado accionario, y mucho menos es resultado de la promoción de un mayor financiamiento dirigido al sector productivo.

RECOMENDACIONES DE POLÍTICA

La Bolsa Mexicana de Valores no es una fuente eficaz de financiamiento para la inversión productiva en nuestro país debido a que en ella participa un reducido número de empresas, y sólo unas cuantas concentran un por-

centaje muy elevado del valor de mercado. Además, entre las firmas participantes muy pocas utilizan el mercado bursátil para realizar ofertas accionarias, en tanto que la mayoría de las operaciones en el mercado de deuda son de corto plazo.

Para que la BMV se convierta en una verdadera opción de financiamiento que fortalezca la industria nacional, el primer paso es incorporar un mayor número de emisoras —aunque éstas no sean significativamente grandes— y para ello es importante la consolidación de empresas medianas y pequeñas a través de una política industrial que tenga por objetivo el desarrollo económico nacional.

El uso de una política industrial activa es fundamental para el desarrollo de este sector en cualquier país. En Estados Unidos, por ejemplo, a las empresas se les proporciona ayuda estatal con el objetivo de estimular y apoyar una fuerte competencia doméstica y la innovación tecnológica: esta ayuda representa cerca del 50% del presupuesto para investigación y desarrollo (Markusen, 1995).

El reconocido profesor de la Universidad de Harvard, Dani Rodrik, menciona que Estados Unidos debe:

Gran parte de sus proezas innovadoras al apoyo gubernamental [...] los contratos del Departamento de Defensa de EE.UU. desempeñaron un papel decisivo en la aceleración de Silicon Valley en sus primeros tiempos. La red “internet”, posiblemente la innovación más importante de nuestro tiempo, fue consecuencia de un proyecto del Departamento de Defensa iniciado en 1969.

Tampoco la aceptación de la política industrial por parte de Estados Unidos es sólo un asunto de interés histórico. En la actualidad el Gobierno Federal de EE.UU. es el mayor capitalista de riesgo del mundo. Según *The Wall Street Journal*, tan sólo el Departamento de Energía de los EE.UU. se propone gastar 40,000 millones en préstamos y subvenciones para alentar a las empresas privadas a desarrollar tecnologías verdes, como por ejemplo, coches eléctricos, nuevas baterías, turbinas eólicas y paneles solares. Durante los tres primeros trimestres de 2009, las empresas de capital de riesgo privadas invirtieron menos de 3 000 millones en total en ese sector. El Departamento de Energía invirtió 13 000 millones (Rodrik, 2010).

El Estado mexicano, mediante una activa política industrial, puede fortalecer a las pequeñas y medianas empresas innovadoras mediante la asignación de créditos flexibles por parte de la banca de desarrollo. Así las empresas se fondearían en el corto plazo y podrían acceder al financiamiento de largo plazo proveniente de la emisión de acciones en la bolsa.

Por otra parte, también debe facilitarse el acceso de las pequeñas y medianas empresas a la BMV reduciendo requisitos de ingreso en dos aspectos fundamentales: el capital contable del que se debe disponer y el número de inversionistas. Como se ha indicado arriba, incluso la autoridad regulatoria puede modificar la reglamentación secundaria en estos rubros sin la necesidad de mayores reformas en las leyes primarias.

Es muy importante que todos los apoyos y los cambios en la regulación se presenten constantemente a la opinión pública, de tal forma que todos los participantes del mercado puedan acceder a la información de manera democrática y rápida.

BIBLIOGRAFÍA

- Banco de México (varios años), *Encuesta de evaluación coyuntural del mercado crediticio*, disponible en <<http://www.banxico.org.mx/SieInternet/consultarDirectorioInternetAction.do?accion=consultarCuadro&idCuadro=CF471&locale=es>>.
- Banco de México (varios años), *Estadísticas, índice de precios y cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores*, disponible en <<http://www.banxico.org.mx/SieInternet/consultarDirectorioInternetAction.do?accion=consultarCuadro&idCuadro=CF57§or=7&locale=es>> consultado el 18 de julio de 2013.
- Banco de México (varios años), *Estadísticas. Inversión de cartera*, disponible en <http://www.banxico.org.mx/SieInternet/consultarDirectorioInternetAction.do?accion=consultarCuadro&idCuadro=CF46&locale=es>, consultado el 18 de julio de 2013.
- Banco Mundial (2011), *World Development Indicators*, disponible en <<http://data.worldbank.org/data-catalog/world-development-indicators>>, consultado el 8 de febrero de 2013.
- Bolsa Mexicana de Valores (BMV), disponible en <<http://www.bmv.com.mx/>>.
- Bolsa Mexicana de Valores (2000), *Informa anual 1999*, México, BMV, disponible en <<http://www.bmv.com.mx/>>.
- Bolsa Mexicana de Valores (2009), *Informe anual 2008*, México, BMV, disponible en <<http://www.bmv.com.mx/>>.
- Bolsa Mexicana de Valores (2010), *Informe anual 2009*, México, BMV, disponible en <<http://www.bmv.com.mx/>>.
- Bolsa Mexicana de Valores (2011a), *Informe anual 2010*, México, BMV, disponible en <<http://www.bmv.com.mx/>>.

- Bolsa Mexicana de Valores (2011b), *Reglamento interior de la Bolsa Mexicana de Valores*, mayo, disponible <en www.bmv.com.mx>.
- Bolsa Mexicana de Valores (2012), *Informa anual 2011*, México, BMV, disponible en <<http://www.bmv.com.mx/>>.
- Bolsa Mexicana de Valores (2017), *Informa anual 2016*, México, BMV, disponible en <<http://www.bmv.com.mx/>>.
- Clavijo, F y S. Valdivieso (2000), *Reformas estructurales y política macroeconómica: el caso de México 1982-1999*, Santiago de Chile, CEPAL (Serie Reformas Económicas, núm. 67).
- Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (Consar), *Régimen de inversión de las Afores: una palanca del desarrollo nacional*, mayo 2013, disponible en <http://www.consar.gob.mx/sala_prensa/pdf/presentaciones/2013/Presentacion_BMV.pdf>.
- Flores, L. (2007), “Financiamiento a través de la Bolsa de Valores en la estrategia de desarrollo de México” en J. L. Calva (coord.), *Agenda para el desarrollo*, vol. 6, *Financiamiento del crecimiento económico*, México, UNAM/Porrúa/Cámara de Diputados, LX Legislatura.
- Guillén, A. (2002), “Evolución del régimen microfinanciero mexicano”, en *Comercio Exterior*, vol. 52, núm. 7, México, Bancomext.
- Levy, N. (2001), *Cambios institucionales del sector financiero y su efecto sobre el fondeo de la inversión, México 1960-1994*, México, DGAPA-UNAM.
- Mántey, G. (2007), “Política bancaria para el crecimiento con estabilidad”, en J. L. Calva (coord.), *Agenda para el desarrollo*, vol. 6, *Financiamiento del crecimiento económico*, México, UNAM/Porrúa/ Cámara de Diputados, LX Legislatura.
- Markusen, A. (1995), “Interaction Between Regional and Industrial Policies, Evidence from Four Countries”, *Proceeding of the World Bank Annual Conference on Development Economics*, the World Bank.
- Mott, Tracy (2007), “El papel de los mercados financieros en la actividad macroeconómica”, en G. Mántey y N. Levy (coords.), *Políticas macroeconómica para países en desarrollo, El papel de los mercados financieros en la actividad macroeconómica*, México, UNAM/Porrúa.
- Ndikumana, L. (2003), *Financial Development, Financial Structure, and Domestic Investment, International Evidence*, Boston, University of Massachusetts (Workpaper, enero).
- Rodrik, Dani (2010), “El regreso de la política industrial”, *Project Syndicate*, disponible en <<http://www.project-syndicate.org/commentary/rodrik42/Spanish>>, 12 de abril de 2010.
- Salazar, C., M. Espíndola y J. Feregrino (2010), “Financiamiento de empresas y Bolsa Mexicana de Valores”, en A. Girón, E. Correa y P. Rodríguez (coords.), *Pensamiento poskeynesiano*, México, IIEc-UNAM.

- Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) (2012), *Disposiciones de carácter general aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores*, disponible en <http://bmv.com.mx/wb3/work/sites/BMV/resources/PDFContent/2007/Circular_Unica_de_Emisoras_Actualizada_al_16_de_febrero_de_2012.pdf>.
- Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) (2013), *Exposición de motivos de la Iniciativa de Reforma Financiera a la Ley del Mercado de Valores*, páginas 2 y 3, disponible en <http://www.shcp.gob.mx/Apartados-HaciendaParaTodos/reformafinanciera/doctos/10_mercado_valores_08052013.pdf>.
- Singh, A. (2003), “Competition, Corporate Governance and Selection in Emerging Markets”, en *The Economic Journal*, núm. 113.
- Toporowski, Jan (2004), “Inflación en los mercados financieros”, en E. Correa y A. Girón (coords.), *Economía financiera contemporánea*, tomo II, México, Miguel Ángel Porrúa.