



**BANCO DE GUATEMALA**

Documentos de Trabajo

**CENTRAL BANK OF GUATEMALA**

Working Papers

No. 55

**LA IMPORTANCIA DE LA PROTECCIÓN DE  
DERECHOS DE PROPIEDAD EN EL SISTEMA  
FINANCIERO Y EL CRECIMIENTO ECONÓMICO\***

**Año 2001**

Autora:

Lorenza Martínez Trigueros

\*Trabajo ganador del 2o. lugar, reconocimiento otorgado por el Jurado Calificador del Certamen Permanente de Investigación sobre Temas de Interés para la Banca Central Dr. Manuel Noriega Morales, Edición XII





## **BANCO DE GUATEMALA**

La serie de Documentos de Trabajo del Banco de Guatemala es una publicación que divulga los trabajos de investigación económica realizados por el personal del Banco Central o por personas ajenas a la institución, bajo encargo de la misma. El propósito de esta serie de documentos es aportar investigación técnica sobre temas relevantes, tratando de presentar nuevos puntos de vista que sirvan de análisis y discusión. Los Documentos de Trabajo contienen conclusiones de carácter preliminar, las cuales están sujetas a modificación, de conformidad con el intercambio de ideas y de la retroalimentación que reciban los autores.

La publicación de Documentos de Trabajo no está sujeta a la aprobación previa de los miembros de la Junta Monetaria del Banco de Guatemala. Por lo tanto, la metodología, el análisis y las conclusiones que dichos documentos contengan son de exclusiva responsabilidad de sus autores y no necesariamente representan la opinión del Banco de Guatemala o de las autoridades de la institución.

\*\*\*\*\*©\*\*\*\*\*

The Central Bank of Guatemala Working Papers Series is a publication that contains economic research documents produced by the Central Bank staff or by external researchers, upon the Bank's request. The publication's purpose is to provide technical economic research about relevant topics, trying to present new points of view that can be used for analysis and discussion. Such working papers contain preliminary conclusions, which are subject to being modified according to the exchange of ideas, and to feedback provided to the authors.

The Central Bank of Guatemala Working Papers Series is not subject to previous approval by the Central Bank Board. Therefore, their methodologies, analysis and conclusions are of exclusive responsibility of their authors, and do not necessarily represent the opinion of either the Central Bank or its authorities.

# LA IMPORTANCIA DE LA PROTECCIÓN DE DERECHOS DE PROPIEDAD EN EL SISTEMA FINANCIERO Y EN EL CRECIMIENTO ECONÓMICO

Lorenza Martínez Trigueros\*

## Resumen

El objetivo de este trabajo es el de estudiar la importancia y la influencia de algunos instrumentos a disposición del Gobierno para proteger los derechos de propiedad de acreedores garantizados y accionistas minoritarios sobre el desarrollo de los mercados financieros y, en última instancia, sobre el crecimiento económico. Con este fin se realiza un análisis econométrico de corte transversal con una muestra de 47 países, para el período 1976 - 1993. Los resultados más relevantes indican que una regulación adecuada en materia de protección a acreedores y accionistas minoritarios, contribuye significativamente al desarrollo del sistema financiero. La realización de reformas legales en estos ámbitos en México podría aumentar la tasa de crecimiento económico entre 0.8 y 1.6 puntos porcentuales.

## Introducción

El papel de los servicios financieros en el desarrollo económico resulta de importancia fundamental. Al realizar sus operaciones, los intermediarios financieros proveen servicios tales como movilización del ahorro, evaluación de proyectos, manejo de riesgos, vigilancia de los administradores y facilidades para ejecutar transacciones (Schumpeter, 1911)<sup>1</sup>. En consecuencia, estos intermediarios son esenciales para la innovación tecnológica y para el desarrollo económico.

Esta visión de la banca y, en general, del sistema financiero, es comúnmente aceptada; sin embargo, no existe un consenso acerca de la magnitud de su contribución. Por ello, es preciso aislar esta variable de otras que también contribuyen significativamente al crecimiento económico y que, corrientemente, están muy relacionadas con el desarrollo del sistema financiero. Por otro lado, poco se ha dicho en cuanto a medidas concretas que contribuyan al desarrollo de estos sectores.

Profundizar en el estudio de propuestas encaminadas a promover el desarrollo y la eficiencia de la intermediación financiera en México es crucial. México se encuentra rezagado en este sector, no solo en el ámbito internacional sino incluso comparado con países latinoamericanos. En términos del mercado de valores, México alcanzó un nivel de capitalización de mercado de 24% del PIB durante 1998, mientras que el promedio internacional se encontraba cerca del 35%. Por lo que respecta al desarrollo del sistema bancario, mucho se ha dicho de los problemas que ha enfrentado recientemente, pero aún en 1994, cuando alcanzó un máximo histórico, solo llegó a representar el 24% del PIB. En cambio, el promedio para los países latinoamericanos era entonces del 34%.

El objetivo de esta investigación es estudiar la importancia e influencia de algunos instrumentos a disposición del Gobierno para proteger los derechos de propiedad de acreedores garantizados y accionistas minoritarios sobre el desarrollo de los mercados financieros y, en última instancia, sobre el crecimiento económico. Adicionalmente, la calidad del sistema de impartición de

\* Economista mexicana. Doctora en Economía por el MIT. Investigadora de la Dirección de Estudios Económicos, Banco de México.

<sup>1</sup> Nota tomada de King y Levine (1993).

justicia resulta un determinante importante en este ámbito, por lo que también se considera en el análisis empírico. Sin embargo, por su complejidad, no se enfatizan los efectos de esta variable en la instrumentación de políticas enfocadas a ese objetivo, salvo en el caso de su incidencia sobre los flujos de capitales internacionales.

La relevancia del trabajo radica en que identifica aspectos específicos de regulación o intervención del Gobierno que pueden promover el desarrollo del sistema financiero y fomentar el crecimiento económico del país. Además, utiliza una metodología innovadora a fin de cuantificar la magnitud de este efecto.

Con este objetivo, primero se estimó el impacto de ciertas disposiciones legales encaminadas a proteger los derechos de acreedores garantizados y de accionistas minoritarios sobre el desarrollo de los mercados financieros. Posteriormente, se calculó el efecto que tiene el desarrollo de los mercados financieros sobre el crecimiento económico. Para este propósito es importante considerar la existencia de un problema de endogeneidad. Es decir, así como el crecimiento se ve favorecido por un sistema de intermediación eficiente, este último mejora cuando se tiene un mayor crecimiento económico. Lo anterior implica que al realizarse una regresión de mínimos cuadrados ordinarios, se captan ambos efectos, sin poder distinguirse cada uno de ellos por separado. Para resolver este problema se utiliza el método de mínimos cuadrados en dos etapas, tomando las características del sistema legal como instrumentos del desarrollo del sistema financiero. Esta metodología resuelve el problema de endogeneidad. Tal como lo expresan La Porta, López de Silanes, Shleifer y Vishny (1998), las variables de la legalidad dependen primordialmente de la familia de la que proviene el sistema legal. Por tanto, son independientes del nivel de desarrollo del país.

El análisis econométrico es de corte transversal, con una muestra de 47 países. Para estos se utiliza el promedio de las variables durante el período 1976 - 1993 usando una observación por país. Los resultados más relevantes indican que una regulación adecuada en materia de protección a acreedores y accionistas minoritarios, contribuye significativamente al desarrollo del sistema financiero. De incluirse las medidas aquí propuestas en la reglamentación del mercado de valores de México, el valor de capitalización de este, en función del PIB, podría duplicarse. En términos del mercado crediticio los resultados indican que la Ley de

Concursos Mercantiles (LCM) y la Miscelánea de Garantías al Crédito, podrían redundar en un incremento promedio del crédito bancario al sector privado, entre 7% y 14% del PIB.

Con la realización de las reformas legales propuestas en este estudio, encaminadas a la protección de acreedores garantizados y de accionistas minoritarios, la tasa anual de crecimiento de la economía mexicana podría incrementarse entre 0.8 y 1.6 puntos porcentuales.

El resto del artículo se organiza de la siguiente manera: La sección I describe la importancia de un marco regulatorio que proteja de manera adecuada los derechos de propiedad para el desarrollo de los mercados financieros y el papel que juegan estos como motores del crecimiento económico. La sección II presenta el análisis empírico y la descripción de los datos utilizados. Una revisión del entorno legal en México, enfatizando la regulación en cuanto a la protección de derechos a accionistas minoritarios, se constituye en la sección III. Finalmente, se presentan algunas conclusiones.

## **1. El entorno legal, el desarrollo de los mercados financieros y el crecimiento económico**

El funcionamiento eficiente de los mercados financieros, el crediticio y el accionario, requiere de un entorno legal adecuado que solucione los problemas de agencia<sup>2</sup> resultantes bajo condiciones de libre mercado.

En el mercado accionario los problemas de agencia se deben a que en las empresas que cotizan en bolsa se separan la propiedad y el control de la empresa. Babatz (1997) explica cómo surge conflicto de intereses de esta separación:

*Los grandes accionistas representan a sus propios intereses, que no necesariamente coinciden con los intereses de otros inversionistas en la empresa. Al utilizar sus derechos de control para maximizar su propio bienestar, los grandes accionistas pueden apropiarse de los recursos de otros, tanto de forma eficiente como*

<sup>2</sup> Los problemas de agencia surgen de un contrato donde el «beneficio» que recibe una de las partes, denominada principal, depende del comportamiento de la otra, denominada agente. El problema se debe a la diferencia de intereses de las partes y a que el principal desconoce cierta información relativa al agente. Ambos factores conducen a una situación en la que el agente tiene el incentivo de velar por sus intereses en perjuicio del beneficio del principal.

*ineficiente. Si este problema de agencia entre inversionistas mayoritarios y otros inversionistas no puede resolverse a través de la regulación, entonces el financiamiento externo será escaso (LLSV, 1997) e inversiones potencialmente productivas no serán realizadas.*

En este caso, los inversionistas potenciales no tendrán incentivos para participar como accionistas minoritarios o bien exigirán un premio por el riesgo a ser expropiados por los grandes accionistas. En consecuencia, los dueños de empresas en busca de financiamiento para proyectos rentables, encontrarán que la obtención de este vía emisión de capital, resulta muy cara en el mejor de los casos o inaccesible para la mayoría.

La evidencia, en cuanto a los mecanismos utilizados por los dueños que ejercen el control para expropiar<sup>3</sup> a los minoritarios, es escasa. Para el caso de EE.UU., los resultados encontrados en la literatura son mixtos. Por un lado, Barclay y Holderness (1989) encuentran cierta evidencia de expropiación, mientras que Malitz (1989) y Slovin y Sushka (1997) no encuentran evidencia de expropiación a pequeños accionistas en empresas emisoras de este país. Shleifer y Vishny (1997) reportan casos en que chaebols coreanos vendieron sus subsidiarias a parientes de los fundadores de los chaebols a precios inferiores a los de mercado. Claessens et. al. (1999) presenta evidencia—usando empresas asiáticas—del efecto de separar el control de la propiedad, sobre los incentivos para expropiar a las minorías.

Para México y Chile existe evidencia, anecdótica y periodística, de expropiación a accionistas minoritarios. También Babatz (1997) presenta otros casos en los que los dueños mayoritarios, que también fungen como directivos, han llevado a cabo acciones en su propio beneficio y en contra de los intereses de la empresa.

La legislación que rige las prácticas de gobierno corporativo tiene el propósito de resolver estos problemas de información asimétrica, asegurando un grado de protección mínima a los intereses de inversionistas externos. Otra alternativa para la solución del problema de agencia,

que surge cuando los mecanismos de gobierno corporativo no son eficientes—por mala legislación, ineficiencia del sistema judicial o por ambas razones— es la concentración de la propiedad. Mientras que la concentración no requiere un papel muy activo de los tribunales, sí logra alinear los incentivos para la maximización de beneficios en la empresa. Babatz (1997) analiza este aspecto para México y encuentra que la concentración tiende a ser mayor a la de países que cuentan con una mejor protección de las minorías. Sin embargo, esto no soluciona el asunto de la subinversión. Así, mientras la concentración no sea total, el problema de agencia no se resuelve completamente. Este argumento es presentado en Shleifer y Vishny (1997) y corroborado con evidencia internacional, al comparar la estructura legal y la concentración de propiedad de empresas que cotizan en bolsa en distintas economías (LLSV, 1998).

La importancia de la calidad de la legislación en el desarrollo de prácticas corporativas sanas, es patente al observar que, si bien en casi todos los países ocurren casos de expropiación a minorías, estos son más frecuentes en aquellos países con una regulación deficiente, como Italia, México, Corea, Indonesia y Tailandia, entre otros. Los datos y las comparaciones de las legislaciones corporativas se presentan en la sección relativa al análisis empírico.

Gibson (1999) realiza un estudio, con datos de economías emergentes, sobre la relación entre un mal desempeño en cuanto a ganancias de una empresa y el cambio de administración. Con esto busca probar si tiene fundamento la creencia de que el gobierno corporativo en economías emergentes es sumamente ineficiente; clasifica a los países según la tradición de su sistema legal, dividido en civil y común, la cual, de acuerdo a LLSV (1997), viene a ser el determinante más importante en materia de la protección de los derechos de los accionistas minoritarios. Sus resultados indican que no es claro que en los países con tradición civil, con una pobre protección de este tipo de derechos, el cambio de administración sea menos frecuente después de un mal desempeño. Ello implica que aun con una mala regulación, se pueden alinear los incentivos mediante otros mecanismos, de manera que se lleven a cabo las acciones óptimas para las empresas. Sin embargo, como sucede cuando se da la concentración de la propiedad, esto no necesariamente significa que se resuelva el problema de subinversión. Además, cabe señalar que dichos resultados pueden ser cuestionados en virtud de que la muestra es muy pequeña y no es representativa de los países con sistemas legales de

<sup>3</sup> A lo largo del documento se entiende por expropiación, las acciones realizadas por los accionistas mayoritarios de una empresa en beneficio propio, a costa del valor de la empresa, entrañando el despojo de parte del patrimonio de los accionistas minoritarios.

tradición civil. Al observar con mayor cuidado la muestra de países, se ubicó dentro de los que tienen tradición de sistema legal civil a México, Corea, Taiwan, Brasil y Chile. Estos países, en general, cuentan con una protección de derechos mucho más estricta que el resto de los países con sistemas legales de la misma tradición. La protección que brinda a los accionistas minoritarios la regulación chilena, alcanza el máximo nivel mundial, en tanto que las de Taiwan y Brasil están en un nivel medio, incluso mejor que Tailandia, país ubicado en su muestra de países con tradición común. Por ende, no es claro que los resultados se mantendrían si se clasificaran los países de acuerdo a las medidas legales consideradas en su regulación o, alternativamente, se incluyeran más países en el análisis.

Otro tipo de comportamiento similar, por el que los inversionistas externos se ven perjudicados, es el del uso de información privilegiada. Bhattacharya, et. al. (2000) encuentran evidencia que sustenta la teoría de que el mercado de valores mexicano se caracteriza por el uso de información privilegiada. Esto da lugar a que las noticias de empresas emisoras no afecten el precio de sus acciones. Lo anterior indica que a pesar de que la Ley del Mercado de Valores prohíbe el uso de información privilegiada, no se ha logrado abatir este tipo de conducta. Dichos autores encuentran reflejado este comportamiento en el hecho siguiente: antes de que se anuncien públicamente las noticias, la volatilidad del rendimiento de las emisiones de series-A (solo pueden ser operadas por nacionales) siempre lleva a volatilidad en el rendimiento de las series-B (pueden pertenecer a extranjeros). Ello sugiere que la información fluye de las series-A hacia las series-B, lo cual ejemplifica la importancia de contar con instituciones de procuración de justicia que hagan cumplir las leyes.

En el mercado crediticio ocurre un problema de riesgo moral afín. Ocurre porque las pérdidas del deudor, en caso de que fracase el proyecto o de que no pague su deuda, están limitadas a cero, siempre que no se tenga una garantía sobre el crédito. En tanto, sus ganancias no tienen un límite similar. Como es sabido, el resultado es que dicho agente tiene incentivos para llevar a cabo proyectos demasiado riesgosos. Existen al menos dos opciones para solucionar este problema: la exigencia de un colateral para garantizar el crédito o bien la utilización del historial crediticio para el otorgamiento de nuevos créditos. Ambas opciones logran aumentar el costo de no pago para el deudor. Un proceso de quiebra llevado a cabo de manera eficiente resulta ser un caso especial de la ejecución del colateral.

En ausencia de mecanismos legales adecuados es muy difícil para los acreedores hacer valer sus garantías, encareciéndose el crédito y desincentivándose el desarrollo de los mercados crediticios; en cambio, una regulación enfocada a facilitar la recuperación del colateral llevará al resultado opuesto.

La literatura en este ámbito es igualmente extensa. LLSV (1997) y Levine (1998) analizan el impacto de una regulación que protege a los acreedores garantizados sobre el desarrollo del mercado crediticio. Este último se entiende como el tamaño del sector en términos del monto de créditos vigentes. Por otro lado, hay estudios que analizan cómo afectan las leyes de quiebras el desempeño de los administradores y en última instancia, el acceso de las empresas al crédito (Berkowitz y White, 1999; Pulvino, 1999; Thorburn, 1999; Thorburn, 1998; y White, 1996).

Así, la primera hipótesis del trabajo plantea que cuanto mejor sea la regulación con respecto a la protección de los inversionistas y de los acreedores, más desarrollados serán los mercados de valores y crediticios. Para el análisis empírico se consideran las normas utilizadas en la práctica para proteger a inversionistas y acreedores, así como algunos indicadores que miden la calidad del sistema de impartición de justicia.

Una regulación encaminada a proteger a los accionistas minoritarios y a los acreedores garantizados, ayudará a resolver los problemas de información asimétrica presentes en los mercados financieros. Sin embargo, cabe destacar que la calidad de las instituciones legales y en general la del régimen de impartición de justicia, juegan un papel fundamental en el desarrollo del sistema financiero y que el no controlar, por estos factores en el análisis empírico, podría llevar a una mala interpretación de los resultados obtenidos. Si el sistema de impartición de justicia es el factor más importante en la determinación del desarrollo del sistema financiero y a su vez está correlacionado con la protección de acreedores o de accionistas minoritarios, al no controlar por aquél se tendría un problema de correlación espuria; esto es, se podría concluir, erróneamente, que la protección de derechos es determinante en el desarrollo del sistema financiero.

Una preocupación adicional, en cuanto a la interrelación de la regulación y el sistema de justicia, es la siguiente: ¿tiene una regulación adecuada efectos positivos aun cuando

no se cuente con las instituciones adecuadas para hacerla valer? De aquí la importancia de llevar a cabo estimaciones en las que el efecto de la protección de derechos dependa de la calidad del sistema judicial.

Otros autores han investigado hipótesis similares a la propuesta. Por ejemplo, LLSV (1997) toman una muestra de 49 países para analizar si la protección a los derechos de los inversionistas implica mercados financieros más desarrollados. Estos autores encuentran que los factores que miden dichos derechos tienen un efecto significativo y que las medidas relativas a los derechos de accionistas minoritarios son más efectivas que las de los derechos de acreedores. Es importante resaltar que también contemplan variables del origen del sistema legal y que estas son significativas. Esto es, las medidas incluidas no son suficientes para captar la totalidad del impacto de la regulación, por lo que deben existir otros aspectos regulatorios importantes que crean un ámbito adecuado para el desarrollo de los mercados financieros.

La contribución del presente trabajo consiste en analizar si los resultados propuestos por estos autores son robustos a diferentes especificaciones así como determinar cuáles son las medidas regulatorias más importantes en función de su contribución al desarrollo de los mercados financieros. A su vez, dichas medidas se utilizan para evaluar una segunda hipótesis.

Esta segunda hipótesis, la cual no es nueva en la literatura, plantea que el desarrollo de los mercados financieros tiene un efecto positivo sobre el crecimiento económico. Existen diversos trabajos que han investigado la importancia del desarrollo de los mercados financieros en la determinación de la inversión y del crecimiento económico. Rajan y Zingales (1996) consideran que el desarrollo financiero debería facilitar el crecimiento debido a que reduce los costos del financiamiento externo de las empresas. Para probar su hipótesis, utilizan un análisis microeconómico comparando los sectores industriales entre países, con la intención de encontrar si aquellos sectores que requieren mayor financiamiento externo se expanden más en países donde los mercados financieros están más desarrollados. Sus resultados indican que, en efecto, se cumple su hipótesis para una muestra de países, durante los años ochenta.

King y Levine (1993) también analizan el efecto del desarrollo del sistema financiero en el crecimiento económico, para una muestra de 80 países, de 1960 a 1989. Para medir el desarrollo financiero, consideran indicadores tales como la penetración del sistema financiero, definida como la razón de los pasivos líquidos al PIB; los depósitos bancarios, con relación al crédito interno otorgado por el banco central; y el crédito al sector privado no-financiero, como proporción del crédito total y del PIB. Encuentran que estos, los indicadores, tienen una correlación positiva y significativa con las variables de crecimiento utilizadas. Para resolver el problema de endogeneidad, hacen estimaciones tomando los valores iniciales del desarrollo del sistema financiero como variables explicativas del crecimiento futuro. También en este caso encuentran un efecto positivo y significativo.

Levine y Zervos (1998) usando información para 47 países (de 1976 a 1993), se preguntan si el desarrollo de los mercados de valores y bancario promueven el crecimiento de largo plazo. Hallan que la liquidez del mercado de capitales y el desarrollo del sistema bancario predicen mayores tasas de crecimiento, de acumulación de capital y de productividad. También concluyen en que el tamaño del mercado de valores, su volatilidad y la integración internacional no tienen efectos significativos en la tasa de crecimiento de las variables mencionadas. Estos autores mencionan que desde el punto de vista teórico, el efecto de la integración internacional de capitales en el crecimiento, es ambiguo. Por un lado, aumenta la productividad al mover recursos de inversiones seguras poco rentables a las más rentables. Mientras que, por otro lado, puede reducir el ahorro al hacer más accesible el endeudamiento, disminuyendo también la inversión, y en última instancia el crecimiento económico. También el aumento de liquidez puede ocasionar que, al ser más fácil vender las acciones, se pueda reducir el incentivo de los accionistas a llevar a cabo la vigilancia sobre los administradores, ocasionando una caída en la productividad.

La metodología presentada en este artículo es muy similar a la desarrollada por Levine, Loayza y Beck (1998). Ellos también utilizan las medidas regulatorias de protección de derechos como instrumentos para estimar el efecto del mercado crediticio sobre el crecimiento económico. La aportación del presente trabajo radica en que también se considera el mercado accionario. Se incluyen especificaciones adicionales para corroborar que los

resultados sean robustos. Además, se analiza el papel del flujo de capitales externos en este ámbito.

## 2. Análisis Empírico

En esta sección se presentan los resultados y hallazgos principales de un estudio econométrico realizado con base en la experiencia de 40 países, de 1976 a 1993, con relación a:

- El impacto de la legalidad en el mercado crediticio
- El impacto de la legalidad en el mercado de valores
- El efecto del desarrollo de los mercados financieros sobre el crecimiento económico

### 2.1 Descripción de variables y sus fuentes

Para este propósito, primero se describen las variables utilizadas en cuanto a lo siguiente:

- Medición del cumplimiento de la legalidad. Los índices utilizados son calculados por distintas agencias, tales como International Country Risk y Business International Corporation.
- Medición de la protección a acreedores. Las variables utilizadas para este propósito vienen de LLSV (1998), quienes consideran la regulación de cada uno de los países estudiados en cuanto a la inclusión de cinco aspectos específicos para proteger a los acreedores garantizados.
- Medición de la protección a accionistas minoritarios. Estas variables también provienen de LLSV (1998) quienes, en este caso, consideran nueve aspectos regulatorios.
- Variables del desarrollo de el sistema financiero
- Variables usadas como controles
- Otras variables

Se consideraron seis variables diferentes para la medición del cumplimiento de la legalidad, con la finalidad de utilizarlas como indicadores del nivel de desarrollo o de la eficiencia de las instituciones encargadas de hacer valer las leyes.

1. Eficiencia del sistema judicial (**E.S.J.**). Índice de la eficiencia e integridad del ambiente legal en cuanto a la protección de empresas. En particular, con respecto

al trato que reciben las empresas extranjeras. Promedio de 1980 a 1983. Escala de 0 a 1, siendo 1 el máximo nivel de eficiencia. Fuente: Business International Corporation.

2. Riesgo de expropiación (**Exprop**). Calificación del riesgo de nacionalización. Promedio de los meses de abril a octubre de 1982 a 1995. Escala de 0 a 1, siendo 0 el nivel de mayor riesgo. Fuente: International Country Risk.
3. Riesgo de que el Gobierno repudie los contratos establecidos (**Contratos**). Calificación del riesgo de que el Gobierno modifique, repudie o posponga un contrato por recortes presupuestales, presión política, cambio de Gobierno u otras causas. Promedio de los meses de abril y octubre de 1982 a 1995. Escala de 0 a 1, donde las calificaciones más bajas corresponden a mayores riesgos. Fuente: International Country Risk.
4. Nivel de corrupción del país (**Corrup**). Calificación de la corrupción en el Gobierno. Calificaciones más bajas indican que altos funcionarios públicos probablemente demandan pagos especiales y que pagos ilegales son generalmente esperados en los niveles más bajos del Gobierno, en forma de sobornos relacionados con licencias de exportación e importación, controles de cambios, impuestos, políticas de protección o préstamos. Escala de 0 a 1, donde 0 es el máximo nivel de corrupción. Fuente: International Country Risk.
5. Protección de derechos de propiedad (**Der-prop**). Índice de protección de la propiedad privada. La calificación se basa en el grado de protección legal a la propiedad privada: la probabilidad de que el Gobierno la expropie y el grado en que el Gobierno hace cumplir las leyes que la protegen. Escala de 0 a 1, donde 1 es el máximo nivel de protección. Fuente: Index of Economic Freedom - Country Ranking, 1997.
6. Cumplimiento de la legalidad (**Seg-Leg**). Calificación de la tradición de legalidad y orden del país. Escala de 0 a 1, siendo 1 el máximo nivel de respeto de la legalidad. Fuente: International Country Risk.

A pesar de ser muy similares, estas variables podrían capturar diferentes aspectos tales como el nivel de corrupción y el riesgo de expropiación. Sin embargo, al comparar las



correlaciones entre estas variables (Cuadro 1) se aprecia que son muy altas y significativas, de modo que en el análisis econométrico sería muy difícil distinguir el efecto entre de cada una de ellas. Por otro lado, tampoco está en el interés de este documento abundar sobre la importancia que tiene un sistema de impartición de justicia eficiente, debido a que esta idea ya ha sido ampliamente estudiada (Gupta et al, 1998; Knack et al, 1996; Mauro, 1995) y, como se mencionaba anteriormente, por la dificultad de proponer medidas para mejorar la calidad de este. Por esta razón, solo se incluye una de estas variables como control, tomando en cuenta que capturará gran parte de los efectos del resto de las variables. La inclusión de este tipo de variables es de suma importancia para evaluar hasta qué grado puede avanzarse en el desarrollo de los mercados financieros mediante reformas en la regulación cuando no se tienen instituciones que efectivamente hagan valer las leyes. Únicamente se considera el papel que juega el ejercicio de la legalidad en los flujos de capitales, ya que en este caso se tiene la opción de tratados internacionales para mejorar la calidad de este. En la sección 2.6 se trata este punto empíricamente, a la luz de los diversos tratados en que ha participado México a raíz del TLCAN<sup>4</sup>.

Dicho lo anterior es importante enfatizar la alta correlación que existe entre el nivel de desarrollo de un país en términos del PIB per cápita y la calidad de las instituciones encargadas de impartir justicia (ver Gráficas 1 a 3).

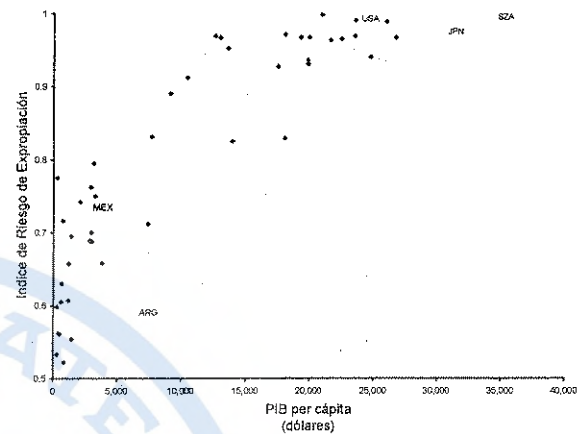
**Cuadro 1**

**Correlaciones entre las Variables de Legalidad**

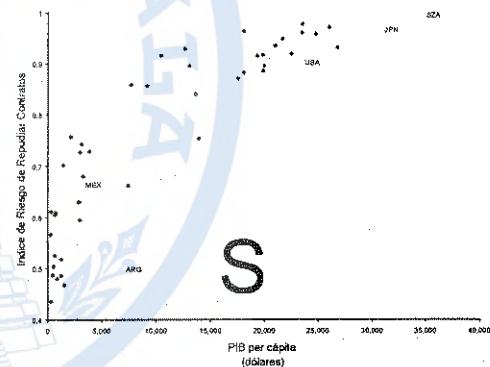
	E.S.J.	Corrup	Contratos	Der-prop	Cum-Leg
Corrup	0.79*				
Contratos	0.64*	0.84*			
Der-prop	0.56*	0.67*	0.77*		
Cum-Leg	0.64*	0.85*	0.88*	0.76*	
Exprop	0.66*	0.84*	0.96*	0.74*	0.91*

\*Significativa al 1%

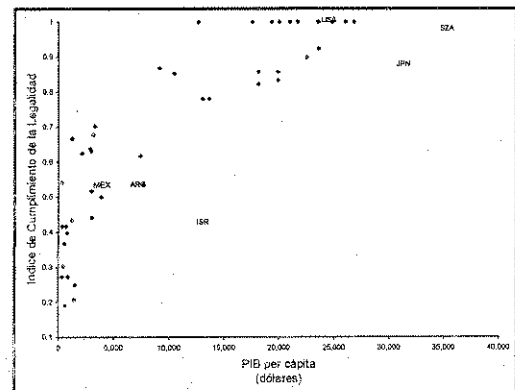
**Gráfica 1**  
**Riesgo de expropiación**



**Gráfica 2**  
**Riesgo de repudiar contratos**



**Gráfica 3**  
**Cumplimiento de la legalidad**



<sup>4</sup> Además, en una investigación todavía en proceso se realiza este mismo análisis considerando una muestra amplia de países que han participado en este tipo de tratados.

En cuanto a las variables que miden la protección a acreedores, utilizadas por LLSV (1998), éstas pueden dividirse en dos grupos:

### 1. Medidas encaminadas a proteger directamente a los acreedores garantizados

- Se impone la restricción de tener el consentimiento de los acreedores para solicitar la reorganización<sup>5</sup> de las empresas (Reorgan). Esta restricción protege a los acreedores contra deudores que buscan la reestructura, para evitar que estos últimos enajenen sus garantías.
- Los acreedores garantizados pueden tomar su garantía una vez aprobada la petición de reorganización (Garantía).
- Los acreedores garantizados gozan de prelación en el proceso de disposición de activos de una empresa quebrada (Prelación).
- El deudor no mantiene la administración de su propiedad después de solicitar la reorganización (Admón.).

### 2. Medidas indirectas de protección

- Reserva legal o capital mínimo requerido para evitar que se disuelva una empresa (Reserva). Esta regulación busca evitar dos tipos de comportamiento que redundan en perjuicio de los acreedores y que son comunes cuando la empresa cuenta con muy poco capital: primero, que se tomen decisiones demasiado riesgosas. Segundo, que se extraigan por completo los recursos de una empresa cuando se percibe un riesgo de quiebra alto. Esta variable toma el valor de la reserva mínima exigida o de cero si no existe restricción alguna.

Al examinar las correlaciones entre las distintas medidas (Cuadro 2), se aprecia que todas tienen correlaciones positivas aunque pequeñas, con excepción de la reserva

legal, la cual presenta una correlación negativa con las demás medidas. Esto puede reflejar que la reserva legal es un mecanismo para cubrir deficiencias en la regulación, o bien en el sistema legal en general, en cuanto a la protección a acreedores garantizados.

Además, se calcularon algunos índices, combinando algunas de las variables mencionadas:

1. **Icred1** es el índice tomado por LLSV (1997) y que incluye todas las medidas directas de protección a acreedores ( $Icred1 = Reorg + Garantía + Prelación + Admón.$ ).
2. **Icred2** es el índice tomado por Levin y Zervos (1998) ( $Icred2 = Garantía + Prelación + Admón.$ ).
3. **Icred3** contiene las medidas que resultaron significativas ( $Icred3 = Prelación + Admón.$ ).

**Cuadro 2**  
Correlaciones entre las medidas de protección a acreedores

	Garantías	Prelación	Reorgan.	Admón
Prelación	0.26*			
Reorgan	0.45***	0.22		
Admón	0.58***	0.11	0.38***	
Reserva	-0.04	-0.04	-0.29**	-0.18

\* Significativa al 10%

\*\* Significativa al 5%

\*\*\* Significativa al 1%

En términos de la protección a accionistas minoritarios, LLSV (1997) consideran, por un lado, las regulaciones directamente enfocadas a proteger a los accionistas minoritarios. Por otro lado, consideran las que imponen disciplina a los administradores y accionistas mayoritarios, a manera de reducir los incentivos para llevar a cabo acciones no óptimas para la empresa.

### 1. Derechos de accionistas minoritarios contra administradores

- Se permite votar por correo (Correo).
- No se permite bloquear las acciones durante reuniones de consejo (No-Bloqueo).
- Se permite el voto de representación proporcional o acumulativo (Voto-Acum).

<sup>5</sup> A lo largo del trabajo se emplea el término reorganización para describir el proceso legal que lleva a cabo una empresa que no puede seguir haciendo frente a sus deudas. Para el caso de EE.UU. este proceso es la única opción para evitar la quiebra. En otros países se realiza un solo proceso, el cual puede llevar a la liquidación o bien a una reestructuración que permita continuar la operación. En México a este proceso se le llama de conciliación.

- Existen mecanismos de protección a accionistas minoritarios ante expropiación por parte de los directores (Min-Oprim).
- Capital mínimo para convocar a consejo igual o menor que 10% (Llamado).
- Se da prioridad a los accionistas minoritarios para adquirir nuevas emisiones de acciones o derecho de tanto (Der-comp). El propósito de esta medida es que no se diluya a ciertos inversionistas sin que estos tengan la opción de comprar.

## 2. Medidas para disciplinar a los administradores y accionistas mayoritarios

- Se obliga que cada acción ordinaria corresponda a un voto, es decir un voto por acción (Un-Voto). Es igual a 1 si se requiere que cada acción ordinaria corresponda a un voto y cero en otro caso. Cuando la propiedad coincide con el poder en la toma de decisiones, los intereses del que mantiene el poder estarán más alineados con los de la empresa, reduciéndose así los incentivos a tomar decisiones no óptimas para la empresa.

Un ejemplo de la importancia de esta restricción es el caso de México, donde desde 1989 implícitamente se han permitido las estructuras accionarias duales. Esto ha llevado a que, en general, los accionistas controladores mantengan solo el capital mínimo para poseer el control de la empresa (Babatz, 1997). En estos casos los intereses de los controladores pueden desviarse significativamente de los de la empresa.

- Porcentaje mínimo de reparto de dividendos (Div-Oblig). Porcentaje del ingreso neto que la empresa está obligada a distribuir como dividendos a los accionistas ordinarios. Es cero si no existe dicha restricción. Mecanismo para garantizar un rendimiento mínimo a los inversionistas. Sin embargo, puede ser ineficiente ya que en ocasiones resulta óptimo reinvertir las ganancias.
- Normas contables (Est-Contables). Índice creado calificando los balances anuales de al menos tres empresas por país, para el año de 1990, con relación a la

inclusión u omisión de 90 conceptos. Estos conceptos caen en siete categorías: información general, estado de resultados, balance general, estado de cambios en la posición financiera, normas contables, información de acciones y otros aspectos especiales. Las compañías utilizadas representan un corte de varios grupos industriales, de manera que las empresas industriales constituyen el 70% y las financieras el 30%. Fuente: International Accounting and Auditing Trends, Center for International Financial Analysis & Research, Inc.

Afortunadamente estas variables no están muy correlacionadas entre sí (Cuadro 3), por lo que es posible incluirlas simultáneamente sin que los resultados se vean afectados por multicolinealidad.

	Est-Contables	Un-Voto	Correo	No-Bloqueo	Voto-Acum	Min-Oprim	Llamado	Der-comp
Un-Voto	-0.17							
Correo	0.45***	-0.26*						
No-Bloqueo	0.12	0.02	0.18					
Voto-Acum	-0.09	0.12	-0.04	0.07				
Min-Oprim	0.24	0.21	0.23*	0.22	0.29**			
Llamado	0.38***	-0.09	0.24*	0.13	-0.04	0.44***		
Der-comp	0.03	0.11	0.02	-0.23*	0.01	-0.14	-0.07	
Div-oblig	-0.28*	0.30**	-0.17	0.04	0.06	-0.07	0.27**	0.18

\*Significativa al 10%  
\*\*Significativa al 5%  
\*\*\*Significativa al 1%

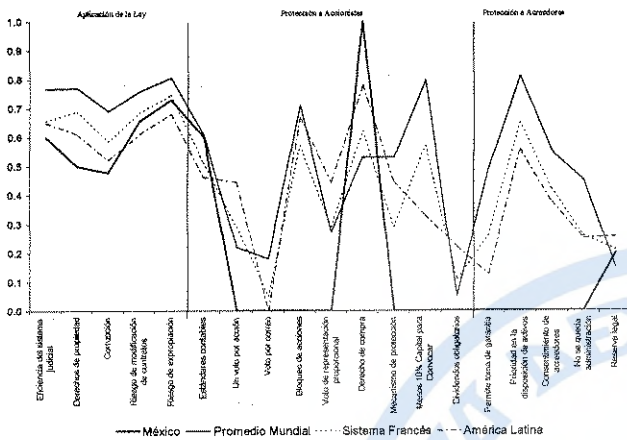
Además de las variables mencionadas se desarrollaron algunos índices que engloban a algunas de estas variables:

1.  $Iantidir1 = Correo + No-Bloqueo + Voto-Acum + Min-Oprim + Llamado + Der-comp$
2.  $Iantidir2 = No-Bloqueo + Min-Oprim + Der-comp$

Una primera revisión de la regulación mexicana, en cuanto a la protección de derechos de acreedores y de accionistas minoritarios utilizadas en el análisis econométrico (Gráfica 4)<sup>6</sup>, muestra que esta se encuentra entre las más desfavorables para el desarrollo de los mercados financieros, tanto en el ámbito mundial como con relación a América Latina y con los países que al igual que México tienen un sistema legal de origen civil francés.

<sup>6</sup> Se consideran las regulaciones vigentes en 1998. Para el caso de México las reformas recientes a la LCM bajo un criterio estricto, no cambian ninguno de los indicadores. Aunque, bajo un análisis un tanto flexible, el índice para no-permanencia de la administración podría considerarse igual a uno. Así, se encontraría por encima de los países latinoamericanos y en general de aquellos que cuentan con un sistema legal de origen francés, ya que para ambos casos el promedio se ubica por debajo de 0.3.

**Gráfica 4**  
**Entorno Legal: México en el Contexto Internacional**



Para medir el desarrollo del mercado crediticio se utilizaron dos medidas alternativas:

- **Endeudamiento total/PIB (Deuda PIB).** Suma de la deuda bancaria del sector privado y emisión de bonos no financieros como proporción del PIB en 1994, o el último dato disponible. Fuente: LLSV, 1997 (con información de International Financial Statistics, World Bondmarket Factbook).
- **Crédito Bancario (Bancaria PIB).** Crédito bancario al sector privado (no-financiero) como proporción del PIB. Promedio de 1976 a 1993. Fuente: Levine y Zervos, 1998 (con información de International Financial Statistics).

Para llevar a cabo el análisis del efecto que tiene la protección de los derechos de propiedad en el mercado de valores, es importante determinar cuáles son las medidas que mejor reflejan el desarrollo de este mercado. A este respecto, se cuenta con cuatro variables que miden el tamaño del mercado y con otra que determina la liquidez de este. Como indicadores del tamaño del mercado se utilizaron:

1. **Nivel de Capitalización (Cap).** Valor promedio de las acciones nacionales cotizadas en el mercado interno de valores como proporción del PIB. Promedio de 1976 a 1993. Fuente: Levine y Zervos, 1998 (con información de IFC's Emerging Market Data Base, IMF's International Financial Statistics).

2. El valor de las Acciones en manos de minoritarios (Externa). Capitalización del mercado de valores en manos de accionistas minoritarios como proporción del PIB, para 1994. La capitalización del mercado de valores en poder de minoritarios, se calcula como el producto de la capitalización agregada del mercado de valores y el porcentaje promedio de acciones comunes que no son propiedad de los tres mayores accionistas en las 10 más grandes empresas privadas nacionales no financieras, en un país determinado. Una empresa es considerada privada si el Estado no es un accionista conocido de la misma. Fuentes: LLSV, 1997 (con información de Moodys International, CIFAR, EXTEL, WoldScope, 20-Fs, Price-Waterhouse y varias fuentes de los países).

3. **Número de empresas cotizadas (Interna).** Número de empresas nacionales cotizadas en un país determinado dividido por la población (en millones) del mismo país en 1994. Fuente: LLSV, 1997 (con información de Emerging Market Factbook y World Development Report 1996).

4. **Número de ofertas públicas iniciales de títulos en un país determinado,** dividido entre la población (en millones) del mismo país para el período de julio de 1995 a junio de 1996 (IPOSob). Fuente: LLSV, 1997 (con información de Securities Data Corporation, Asia Money, Latin Finance, GT Guide to World Equity Markets y World Development Report 1996).

Para medir la liquidez del mercado de valores, se tomó el valor total de las acciones nacionales comerciadas en el mercado de valores como proporción del PIB (VTC). Promedio de 1976 a 1993. Fuente: Levine y Zervos, 1998. El Cuadro 4, muestra el desarrollo del sistema financiero en México, en términos de los indicadores mencionados, en comparación con el resto del mundo. México se encuentra por abajo del desarrollo mundial en todos los indicadores, excepto con respecto al endeudamiento de las empresas grandes como proporción de sus ventas y en términos de la inversión extranjera directa como proporción del PIB. Incluso al comparar con Latinoamérica, México se encuentra rezagado, a excepción de las variables mencionadas anteriormente y en términos del endeudamiento total del sector privado, del valor operado total y de la inversión de cartera. Sin embargo, es importante notar que para las variables de endeudamiento, la cifra corresponde a 1994,

año en el cual México se encontraba en un nivel anormalmente alto, por lo que es posible que de tomarse un período más amplio como referencia México también se encuentre rezagado en este aspecto. En el cuadro también se presentan otras cifras relativas a México para 1998. En general, se aprecia que los indicadores del mercado de valores muestran un avance de 1994 a 1998 mientras que, como es bien sabido, los correspondientes al mercado crediticio se deterioraron.

**Cuadro 4**  
**Desarrollo de sistema financiero mexicano en el contexto internacional**

	Promedio Internacional	Promedio Latinoamérica	México	México 1998
Deuda/PIB	0.59	0.31	0.47	
Bancaria	0.83	0.34	0.24	0.18
Cap	0.32	0.16	0.13	0.24
Externa	0.40	0.27	0.22	
Interna	21.41	7.48	2.28	2.07
IPO/Pop	1.02	0.09	0.03	0.04
VTC	0.11	0.02	0.04	0.09
Deuda-	2.23	1.61	1.54	
Deuda-	0.27	0.35	0.66	
Cap-Flujo	0.58	0.76	0.47	
Cap-Vtas	4.77	4.59	4.06	
IED	1.10	0.94	1.19	2.47
Portafolio	0.43	0.62	1.52	-0.67

Dato correspondiente a 1994

Promedio 1976-1993

Fuente: WorldScope para Deuda-Flujo, Deuda-Vtas, Cap-Flujo y Cap-Vtas. FMI para IED y Portafolio. World Bond Market Factbook para Deuda/PIB. Levine-Zervos para Bancaria, Cap y VTC. Emerging Market Factbook y World Development Report 1998 para Interna. Securities Data Corporation, Asia Money, Latin Finance, GT Guide to World Equity Markets y World Development Report para IPO/Pop. Moody's International, CIFAR, EXTEL, WorldScope, 20-F, Price-Waterhouse para Externa.

Las variables consideradas para estimar el efecto del sector financiero sobre el crecimiento económico se describen a continuación:

1. Revoluciones y golpes de Estado, (Rev). Número de revoluciones y golpes de Estado. Promedio de la década de 1980. Fuente: Levine y Zervos, 1998 (con información de Arthur S. Banks, 1994).
2. Logaritmo del PIB per cápita de 1976 (LPIBpc). Fuente: Levine y Zervos, 1998 (con información del FMI y el Banco Mundial).
3. Crecimiento del PIB per cápita en términos reales (cPIBpc). Período 1976 - 1993. Fuente: Levine y Zervos, 1998 (con información del FMI).

4. Matriculación (Isec). Logaritmo de la matrícula en educación secundaria en 1976. Fuente: Levine y Zervos, 1998.
5. Ahorro privado (Ahorro). Ahorro privado bruto como proporción del PIB. Período 1982 - 1993, para los países catalogados como subdesarrollados; período de 1976 a 1993 para el resto de los países. Fuente: Levine y Zervos, 1998.

#### Otras variables:

1. Endeudamiento de empresas grandes (Deuda-Vtas). Mediana de la deuda total, como proporción de las ventas en 1994 para todas las empresas en un país determinado, según la base de datos WorldScope. Fuente: LLSV, 1997 (con información de WorldScope).
2. Endeudamiento de empresas grandes (Deuda-Flujo). Misma variable que la anterior, pero como proporción del flujo de caja. Fuente: LLSV, 1997 (con información de WorldScope).
3. Capital de empresas grandes en manos de minoritarios (Cap-Vtas). Mediana de la capitalización del mercado de valores en manos de accionistas minoritarios, como proporción de las ventas en 1994 para todas las empresas no financieras en un país determinado, según la base de datos WorldScope. La capitalización del mercado de valores de la empresa  $j$  en poder de minoritarios, se calcula como el producto de la capitalización del mercado de valores de la empresa  $j$  y del porcentaje promedio de acciones comunes que no son propiedad de los tres mayores accionistas, en las 10 más grandes empresas privadas nacionales no financieras en un país determinado. Una empresa es considerada privada si el Estado no es un accionista conocido de la misma. Fuente: LLSV, 1997 (con información de WorldScope).
4. Capital de empresas grandes en manos de minoritarios (Cap-Flujo). Misma variable que la anterior pero como proporción del flujo de caja. Fuente: LLSV, 1997 (con información de WorldScope).
5. Inversión Extranjera Directa (IED). Flujos de capital en forma de inversión extranjera directa que ingresan a la economía como proporción del PIB. Promedio de 1976 a 1993. Fuente: FMI (datos sobre flujos de capital) y

Banco Mundial (datos sobre PIB). Clasificación FMI 78bed.

## 2.2 Efecto de la protección a acreedores en el mercado crediticio

6. Inversión extranjera de capital en cartera (Cartera). Títulos de participación de capital (incluye acciones e instrumentos similares) en poder de extranjeros, como proporción del PIB. Promedio 1976 - 1993. Fuente: FMI (datos sobre flujos de capital) y Banco Mundial (datos sobre el PIB). Clasificación FMI 78bmd.

En esta sección se presentan los resultados encontrados al estimar el impacto de las distintas medidas de protección para los acreedores sobre el desarrollo del mercado crediticio. Se tomaron, el crédito bancario al sector privado como proporción del PIB y la deuda bancaria de empresas más la emisión de bonos no financieros, también, en proporción

**Cuadro 5**  
Efecto de la Protección a Acreedores sobre el Crédito Bancario

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Constante	0.53*** (0.19)	-0.88*** (0.25)	-1.22*** (0.32)	-0.36 (0.24)	-0.85*** (0.20)	-0.87*** (0.20)	-0.90*** (0.21)	-0.99** (0.38)	-1.34*** (0.32)
Garantías	0.08 (0.20)	-0.02 (0.14)	-0.01 (0.14)	0.07 (0.16)					
Prelación	0.43** (0.20)	0.17 (0.14)	0.17 (0.15)	0.29* (0.16)					
Reorgan	-0.13 (0.17)	-0.08 (0.11)	-0.10 (0.12)	-0.12 (0.13)					
Admón	-0.08 (0.19)	0.16 (0.14)	0.21 (0.14)	0.12 (0.16)					
Reserva	-0.01 (0.39)	-0.02 (0.26)	0.15 (0.27)	0.27 (0.31)				0.05 (0.27)	
Contratos		1.98*** (0.31)			2.00*** (0.27)	1.99*** (0.26)	2.00*** (0.26)	1.85*** (0.58)	
Exprop			2.24*** (0.37)						
Corrup				1.25*** (0.27)					
Icred1					0.04 (0.12)				
Icred2						0.07* (0.04)			0.16*** (0.04)
Icred3							0.13* (0.07)	0.14* (0.08)	
LPIBpc								0.02 (0.08)	0.23*** (0.04)
Muestra	40	40	40	40	40	40	40	40	40
R <sup>2</sup>	0.02	0.55	0.53	0.40	0.59	0.60	0.61	0.57	0.48

La variable dependiente es el crédito bancario al sector privado, como proporción del PIB.

En paréntesis la desviación estándar.

\* Significativa al 10%

\*\* Significativa al 5%

\*\*\* Significativa al 1%

del PIB, como medidas alternativas del desarrollo de dicho mercado. Además, las restricciones regulatorias para la protección a acreedores garantizados citadas en el punto anterior, las cuales constituyen las variables de interés, en el modelo se incluyeron indicadores de la calidad del sistema de impartición de justicia o de estado de derecho a manera de control. Debido a la alta correlación de las diferentes variables utilizadas para medir el estado de derecho, no puede distinguirse adecuadamente entre cada uno de estos componentes. Después de probar varias alternativas se encuentra que la variable de riesgo de repudiar los contratos tiene el mayor poder explicativo. No obstante, es importante aclarar que parte del efecto se debe a su alta correlación con otras variables, tales como la corrupción, el riesgo de expropiación, etc. Para evitar posibles problemas de correlación espuria, se utilizaron variables instrumentales para la variable de repudio de contratos.

El Cuadro 5 exhibe los resultados obtenidos al emplear la variable de crédito bancario al sector privado, como indicador del desarrollo del mercado crediticio. La primera columna solamente incluye las variables de interés, mientras que en el resto del cuadro se incluye alguna variable para controlar por el cumplimiento de la legalidad. A pesar de que se hicieron regresiones con las distintas variables de legalidad, solo se muestran las especificaciones para las que la regresión tenía un mayor poder explicativo. Resultó el riesgo de repudio de contratos, la corrupción y el riesgo de expropiación, los indicadores más apropiados.

En todas las especificaciones se encuentra que el requerimiento de que los acreedores garantizados lleven prelación en el proceso de disposición de activos de una empresa quebrada (Prelación) resulta ser la medida más impactante, con el impacto más importante, siendo significativa la mayor parte de las veces. El hecho de que la medida de permitir a los acreedores garantizados tomar la garantía una vez aprobada la reorganización (Garantía) no tenga efecto alguno, puede explicarse por dos factores. El primero, posiblemente el más importante, radica en que más relevante que esta medida, es el tiempo que lleva la decisión para aprobar la reorganización, ya que si este es muy largo o incierto, el permitir que se tomen las garantías no es suficiente para dar protección a los acreedores. El segundo factor consiste en que esta medida puede llevar a que, al comenzar el proceso de reorganización, los acreedores garantizados busquen recuperar rápidamente su garantía, orillando a la quiebra a empresas para las que la reorganización, sin los

activos que garantizan a acreedores, se hace inviable. Esto puede suceder aun en los casos en los que la empresa es rentable y que por ende, desde el punto de vista social, la reorganización resulta óptima.

En las últimas cinco columnas se incorporaron, como variables explicativas, índices que incluyen algunas de las cinco medidas de protección. El índice que resulta tener el efecto más significativo es el que considera únicamente la prelación de acreedores y la obligación de quitar al administrador, una vez solicitada la reorganización (Icred3). Sin embargo, también resulta significativo Icred2, que incluye además, el que se permita tomar las garantías en la reorganización.

Igual a lo encontrado por otros autores, el requisito de reserva legal no tiene un efecto significativo e inclusive tiene un signo negativo en algunos casos. Como se explicó antes, posiblemente esto se deba a la correlación negativa de este requisito con la presencia de otras medidas más efectivas. En las últimas dos columnas se incluye el logaritmo del ingreso per cápita al inicio del período, el cual tiene un impacto muy pequeño, no significativo, cuando se controla por la legalidad. De lo anterior se desprende que los indicadores del sistema legal, captan el efecto del nivel de ingreso además de otros factores. Esto se aprecia más claramente al comparar la columna seis con la nueve, donde se ve que el sistema legal tiene un poder explicativo mayor que el del ingreso per cápita.

Los coeficientes estimados de las variables de las medidas legales indican la diferencia promedio en el tamaño del sector bancario entre países que cuentan con la medida en cuestión y los que no. Estos podrían interpretarse como el efecto en el crédito, que tendría la inclusión de dicha medida en la regulación de un país. El mismo argumento es aplicable a los coeficientes de los índices de protección (Icred1, Icred2 e Icred3), tomando en cuenta que, por construcción, en estos casos el impacto es el mismo para cada una de las medidas incluidas en el índice en cuestión. Con base en lo anterior, se encuentra que la magnitud del efecto de incluir ciertas medidas, varía entre las diferentes especificaciones. Incluir las medidas de prelación a los acreedores garantizados y de cambio de administrador al solicitar la reorganización –las cuales tienen mayor impacto– aumentaría el crédito bancario al sector privado entre 14% y 29% del PIB. Este efecto resulta muy alto, especialmente si se considera que actualmente esta cifra para México es de

aproximadamente 20% del PIB. Por ello es importante enfatizar que la desviación estándar de los estimadores es relativamente alta; de tal suerte que el valor mínimo del efecto de acuerdo, al nivel inferior del intervalo de confianza de 90%, sería de 2% del PIB. Además de que, debido al amplio margen de error de estimación en algunas especificaciones, este efecto no resulta significativo.

Al llevar a cabo estimaciones similares para el nivel de endeudamiento del sector privado (Cuadro 6), se obtiene

que ahora la medida más importante es la de no mantener al administrador al solicitar la reorganización, mientras que la de prelación de acreedores garantizados, solo es significativa cuando no se controla por el estado de legalidad. Si un país instrumentara ambas medidas, el endeudamiento del sector privado aumentaría entre 8 y 20 puntos porcentuales del PIB. Al igual que en el caso del crédito bancario, se debe señalar la obtención de intervalos de confianza muy amplios. En este caso, el valor mínimo de acuerdo a un intervalo de confianza de 90%, es igual a uno por ciento del PIB.

**Cuadro 6**  
**Efecto de la Protección a Acreedores sobre el Endeudamiento Total**

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Constante	0.47*** (0.14)	-0.42* (0.23)	-0.69** (0.30)	-0.11 (0.20)	-0.48*** (0.14)	-0.48*** (0.14)	-0.49*** (0.14)
Garantías	0.01 (0.12)	-0.05 (0.09)	-0.08 (0.09)	0.03 (0.10)			
Prelación	0.21* (0.12)	-0.001 (0.10)	0.01 (0.10)	0.10 (0.10)			
Reorgan	-0.02 (0.11)	-0.01 (0.08)	-0.02 (0.08)	-0.05 (0.09)			
Admon	0.05 (0.12)	0.16* (0.09)	0.23** (0.10)	0.15 (0.10)			
Reserva	-0.40 (0.39)	-0.45 <sup>1</sup> (0.28)	-0.26 (0.29)	-0.16 (0.33)			
Contratos		1.32*** (0.31)			1.26*** (0.19)	1.26*** (0.19)	1.25*** (0.19)
Exprop			1.51*** (0.37)				
Corrup				0.83*** (0.25)			
Icred1					0.04* (0.02)		
Icred2						0.06* (0.03)	
Icred3							0.10* (0.05)
Muestra	39	39	39	39	39	39	39
R <sup>2</sup>	0.01	0.50	0.47	0.35	0.51	0.52	0.53

La variable dependiente se refiere a la deuda bancaria más la emisión de bonos no financieros, como proporción del PIB.

En paréntesis la desviación estándar.

<sup>1</sup> Significativa al 12%, \* Significativa al 10%, \*\* Significativa al 5%, \*\*\* Significativa al 1%.



El efecto de la nueva LCM en México puede ser importante. Especialmente si se considera que en la actualidad el crédito bancario al sector privado representa el 18% del PIB y el endeudamiento total del sector privado se estima en alrededor de 23% del PIB<sup>7</sup>. En la nueva legislación, aprobada en abril del presente año, se incluyen algunas reformas que se acercan a las categorías de protección mencionadas<sup>8</sup>. De acuerdo con el análisis aquí presentado, el impacto de estas medidas sobre el crédito bancario podría ser de hasta el 14% del PIB y de hasta el 10% del PIB, para el endeudamiento total del sector privado<sup>9</sup>.

Un problema de las estimaciones anteriores es que suponen un impacto lineal de las medidas legales. Sería más realista pensar que para aquellos países con instituciones más eficientes, las regulaciones para proteger a los acreedores se aplican mejor y, por ende, tienen un mayor impacto en el mercado crediticio. Dyck (2000) ha criticado el énfasis otorgado a la regulación, en la literatura de desarrollo del sistema financiero; argumenta que las leyes no tendrán impacto alguno en ausencia de un sistema judicial que las haga valer. También presenta evidencia anecdótica y referencias de la literatura que respaldan este argumento. Para probar esta hipótesis empíricamente, a continuación se utilizan los distintos indicadores del estado de la legalidad, corrupción, etc., para crear variables binarias que se interactuaron con las variables de protección de derechos. Estas variables binarias toman el valor uno, cuando se tiene un buen cumplimiento de la legalidad.

Se efectuaron varias especificaciones, combinando los tres índices de protección a los acreedores garantizados, con variables binarias de las diferentes variables de legalidad, construidas con distintos criterios. En total fueron estimadas 36 especificaciones diferentes. En ninguna se encontró que el efecto para los países con un buen sistema institucional fuera significativamente mayor al del resto de los países. En tanto, en la mitad de los casos se encontró que, inclusive, era menor aunque no significativo. En 19 casos, el efecto de la

regulación era positivo y significativo, sin importar la calidad de las instituciones. El Cuadro 7 presenta las especificaciones con mayor poder explicativo (con el resto se encuentran resultados similares). La magnitud y el significado de los coeficientes de los distintos índices y de las variables del sistema legal, son muy parecidos a los obtenidos anteriormente.

Cuadro 7  
Efecto de la protección a acreedores sobre el crédito bancario, en función del sistema legal

	Exprop		Contratos		Seg-Leg	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Constante	0.28*** (0.08)	-0.25*** (0.08)	-0.29*** (0.08)	0.26*** (0.08)	0.24*** (0.08)	-0.25*** (0.07)
Icred1					0.08** (0.03)	
Icred2	0.07* (0.04)		0.09** (0.04)			0.10*** (0.04)
Icred3		0.12** (0.06)		0.15** (0.06)		
Reserva	0.12 (0.20)	0.14 (0.21)	0.07 (0.21)	0.09 (0.23)	0.26 (0.17)	0.22 (0.16)
Dummy Sistema Legal	0.70*** (0.18)	0.66*** (0.23)	0.69*** (0.18)	0.64** (0.27)	0.72*** (0.19)	0.66*** (0.19)
Dummy*Icred1					-0.03 (0.08)	
Dummy*Icred2	-0.02 (0.09)		-0.02 (0.10)			-0.002 (0.11)
Dummy*Icred3		-0.001 (0.20)		-0.01 (0.21)		
Muestra	40	40	40	40	40	40
R <sup>2</sup>	0.55	0.56	0.53	0.54	0.54	0.55

La variable dependiente es el crédito bancario al sector privado, como proporción del PIB.

En paréntesis la desviación estándar.

La Dummy del Sistema Legal de las columnas (1) y (2) toma el valor de 1 cuando Exprop >= 0.8

La Dummy del Sistema Legal de las columnas (3) y (4) toma el valor de 1 cuando Contratos >= 0.8

La Dummy del Sistema Legal de las columnas (5) y (6) toma el valor de 1 cuando Seg-Leg >= 0.75

\* Significativa al 10%

\*\* Significativa al 5%

\*\*\* Significativa al 1%

Estos resultados implican que aun en un país como México, con indicadores que muestran un limitado cumplimiento de la legalidad, una regulación adecuada en términos de protección a los acreedores garantizados, puede tener un efecto positivo sobre el desarrollo del mercado crediticio.

### 2.3 Efecto de la protección a accionistas minoritarios en el mercado de valores

Juntos, el mercado crediticio y el mercado de valores o de capital, conforman una parte muy importante del sistema financiero. Tal como se planteó en la segunda sección, sin una regulación adecuada el problema de agencia, que surge

<sup>7</sup> Cifras correspondientes a 1999.

<sup>8</sup> En la sección IV se describen detalladamente las reformas incluidas en la LCM.

<sup>9</sup> Suponiendo que la relación de acreedores garantizados y las condiciones para el cambio de administración durante la conciliación establecidas en la LCM, cumplen con las medidas de protección y de cambio de administración consideradas en el análisis.

cuando los dueños que controlan una empresa no poseen el cien por cien de esta, afectará negativamente el desarrollo del mercado accionario. En esta sección se examinará empíricamente esta hipótesis. Para medir el desarrollo del mercado de capitales se usan variables del tamaño de este mercado, en términos de su nivel de capitalización, número de empresas listadas y número de ofertas públicas iniciales (OPI), y una variable de la liquidez del mercado, en términos del valor operado como porcentaje del PIB.

Para efectuar las estimaciones, se emplearon las seis medidas de protección contra directores, además de la obligación de reparto mínimo de dividendos, la restricción de un voto por acción y los lineamientos de estándares contables. En el Cuadro 8 aparecen los resultados de las diferentes especificaciones contempladas. En todos los casos, el impacto de la restricción de un voto por acción es significativo y toma valores de entre 0.24 y 0.34; esto es: los países con una restricción de este tipo, tienen en promedio un mercado de valores mayor, en un intervalo de 24-34% del PIB, que aquellos que no cuentan con dicha medida. Las otras medidas con impactos importantes son las de

mecanismos de protección contra acciones en perjuicio de socios minoritarios (Min-Oprim), la de obligar el derecho al tanto (Der-Comp) y la prohibición de bloquear las acciones (No-Bloqueo). Aun al controlar por la «calidad del sistema legal» la magnitud y significación de estos efectos se mantienen.

Estos resultados indican, posiblemente, que sea muy costoso para un accionista minoritario el participar activamente en la toma de decisiones o hacer propuestas para la empresa. Le resulta más conveniente contar con la posibilidad de vender o comprar acciones a un precio apropiado o bien recurrir a la autoridad en caso de malos manejos. De manera que prefieren dichas garantías y la seguridad de que no se va a separar el control de los derechos a utilidades, más que facilitarles su participación en la toma de decisiones.

No sorprende que la obligación de repartir un mínimo de dividendos (Div-Oblig) tenga un signo negativo en la capitalización. Tal como se dijo antes, generalmente se emite este tipo de acciones cuando hay carencia de una regulación más eficiente. Ello, a pesar de que esta medida puede conducir a acciones subóptimas para la empresa por impedir la reinversión de utilidades. Aun cuando esta práctica es óptima, es más fácil monitorear su cumplimiento que el de otras medidas.

Se construyeron dos índices que engloban algunas de las medidas de protección. El primero, (Iantidir1) incluye las seis medidas, mientras que el segundo (Iantidir2) solo las tres más importantes de las seis señaladas arriba. En las columnas 5 y 6 del Cuadro 8, ambos resultan significativos, con un impacto muy alto: 8% del PIB para el primero y 18% del PIB, para el segundo. Estos números se traducirían, para el caso de México donde solo se cuenta con el derecho de compra, en un aumento del tamaño del sector de entre 36% y 40% del PIB. Si se incluye además el efecto de la restricción de voto por acción, el impacto sería de entre 66% y 72% del PIB. Al interpretar los coeficientes, es importante notar que dicho impacto se daría si las medidas incluidas en los índices Iantidir1 y Iantidir2 no están correlacionadas con la restricción de un voto por acción. Debido a que en los datos considerados en este trabajo la restricción no se cumple, es de esperar un efecto total menor.

Tal como encuentran LLSV(1997), la alta significación de las medidas utilizadas y su poder explicativo global

Cuadro 8

Efecto de la Protección a Accionistas Minoritarios sobre el Nivel de Capitalización del Mercado Accionario						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Constante	-0.24 (0.23)	-0.55** (0.26)	-0.46** (0.24)	-0.73*** (0.22)	-0.60** (0.23)	-0.66*** (0.22)
Div-Oblig	-0.66* (0.35)	-0.52 (0.33)	-0.42 (0.34)	-0.47 (0.31)	-0.54* (0.32)	-0.63* (0.31)
Un-Voto	0.34*** (0.13)	0.28** (0.12)	0.24* (0.13)	0.26** (0.05)	0.33*** (0.10)	0.30*** (0.10)
Est-Contables	0.005 (0.004)	0.002 (0.004)	0.002 (0.004)	0.003 (0.004)	0.005 (0.004)	0.003 (0.004)
Llamado	-0.14 (0.12)	-0.17 (0.11)	-0.21* (0.11)			-0.11 (0.10)
Correco	0.15 (0.11)	0.06 (0.11)	0.06 (0.11)			
Voto-Acum	-0.07 (0.09)	-0.09 (0.09)	-0.14 (0.09)			
Min-Oprim	0.21* (0.11)	0.31*** (0.11)	0.30*** (0.11)	0.23** (0.09)		
Der-comp	0.13 (0.08)	0.14* (0.07)	0.17* (0.08)	0.12* (0.07)		
No-Bloqueo	0.14* (0.08)	0.19* (0.08)	0.18** (0.08)	0.19** (0.08)		
Contratos		0.66** (0.31)		0.65** (0.29)	0.35 (0.28)	0.59** (0.27)
Der-oro			0.54** (0.25)			
Iantidir1					0.08*** (0.03)	
Iantidir2						0.20*** (0.05)
Muestra	37	37	37	37	37	37
R <sup>2</sup>	0.49	0.55	0.55	0.55	0.49	0.56

La variable dependiente se refiere al nivel de capitalización como proporción del PIB.

En paréntesis la desviación estándar.

\* Significativa al 10%

\*\* Significativa al 5%

\*\*\* Significativa al 1%

—aun sin controlar por otros factores— permite obtener una R2-ajustada de 50%. Esto indica que la protección a socios minoritarios es mucho más importante para el desarrollo del mercado de valores, que la protección a acreedores para el mercado de crédito.

Tomando los otros tres indicadores del tamaño del mercado de capitales, los resultados son similares. El Cuadro 9 exhibe las estimaciones para estos indicadores, sobre la base de los índices de protección. Los resultados conseguidos, incluyendo cada una de las medidas, son muy similares a los de la capitalización de mercado. Como era de esperarse, el poder explicativo de las variables de interés es mayor para el valor del capital en manos de minoritarios que para el total: ahora los índices Iantidir1 y Iantidir2 tienen un impacto de 11% y 23% del PIB, respectivamente. Si bien la magnitud de ambos coeficientes es alta en sí misma, resulta más impresionante al considerar que en México el valor del capital en manos de minoritarios es de 22% del PIB. Esto es, con las medidas propuestas, podría llegar a duplicarse el indicador mencionado.

número de empresas listadas y para el número de ofertas públicas iniciales, a semejanza que con los indicadores anteriores, la magnitud del impacto de las medidas es asombrosa; especialmente al ponerlas en perspectiva con las cifras referentes al mercado mexicano. El número de empresas listadas en bolsa como proporción de la población (en millones) es de 2.3; la media correspondiente a todos los países utilizados es de 21.4 y el efecto del índice de protección, es de 12.6. Sin embargo, cabe resaltar que el poder explicativo de la regresión no es tan bueno como en el caso de los otros indicadores. Esto será fundamental al utilizar los indicadores como variables instrumentales para el desarrollo del mercado de capitales, así como para estimar el efecto de este sobre el crecimiento económico.

Finalmente, se utilizó la liquidez del mercado de valores como otra proxy del desarrollo de este mercado. Esa variable está dada por el valor de las acciones operadas, como proporción del PIB (VTC). El Cuadro 10 muestra los resultados de las estimaciones. Refleja que únicamente resulta significativa la medida de mecanismos de protección

**Cuadro 9**  
Efecto de la Protección a Accionistas Minoritarios sobre el Mercado de Valores

	Variable dependiente			
	(Capital de Minoritarios)/PIB (1)	(Empresas listadas)/Pob (2)	IPO's/Pob (3)	(4)
Constante	-0.61** (0.28)	-0.74*** (0.27)	-51.71** (24.08)	-4.53*** (1.44)
Div-Oblig	-0.64 (0.41)	-0.65* (0.39)	23.24 (34.64)	-1.51 (1.83)
Est-Contables	0.01* (0.01)	0.01 (0.01)	0.20 (0.40)	0.04 <sup>1</sup> (0.02)
Iantidir1	0.11*** (0.04)			
Iantidir2		0.23*** (0.06)	12.57** (5.65)	0.87*** (0.30)
Un-Voto	0.34*** (0.13)	0.29** (0.12)	0.37 (10.70)	0.18 (0.56)
Contratos	0.06 (0.36)	0.33 (0.34)	53.31** (31.24)	2.30 (1.81)
Muestra	40	40	41	37
R <sup>2</sup>	0.44	0.50	0.19	0.37

En paréntesis la desviación estándar.

\* Significativa al 10%

\*\* Significativa al 5%

\*\*\* Significativa al 1%

Para los otros indicadores de tamaño del mercado, los índices de las medidas de protección también tienen el signo esperado y son significativos. Sin embargo, la medida de un voto por acción, deja de ser significativa. Para el caso del

**Cuadro 10**  
Efecto de la Protección a Accionistas Minoritarios sobre el Valor Comercializado de las Acciones Domésticas

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Constante	-0.11 (0.20)	-0.35 (0.22)	-0.23 (0.19)	-0.31 (0.19)	-0.29 (0.20)
Div-Oblig	-0.23 (0.29)	-0.17 (0.27)	-0.19 (0.26)	0.26 (0.28)	-0.25 (0.27)
Un-Voto	0.05 (0.10)	0.04 (0.09)	0.03 (0.08)	0.08 (0.09)	0.08 (0.09)
Est-Contables	0.004 (0.003)	-0.001 (0.004)	-0.001 (0.004)	0.001 (0.003)	0.002 (0.004)
Llamada	0.03 (0.10)	-0.01 (0.10)			
Correo	0.002 (0.10)	-0.06 (0.10)			
Voto-Acum	0.08 (0.08)	0.08 (0.08)			
Min-Oprim	0.08 (0.10)	0.16 <sup>1</sup> (0.10)	0.17** (0.07)		
Der-comp	-0.07 (0.08)	-0.05 (0.07)			
No-Bloqueo	-0.09 (0.06)	-0.04 (0.07)			
Contratos		0.58** (0.28)	0.43 (0.32)	0.37 (0.25)	0.35 (0.27)
Iantidir1				0.03 (0.03)	
Iantidir2					0.02 (0.05)
Muestra	38	38	38	38	38
R <sup>2</sup>	0.06	0.16	0.21	0.08	0.05

La variable dependiente se refiere al valor comercializado de las acciones domésticas, como proporción del PIB.

En paréntesis la desviación estándar.

<sup>1</sup> Significativa al 12%

\* Significativa al 10%

\*\* Significativa al 5%

\*\*\* Significativa al 1%

para socios minoritarios. La obligatoriedad de respetar un voto por acción aparece con el signo correcto, pero sin significación.

Al igual que en el caso del mercado crediticio, se tomó una especificación más general, que permitiera un efecto no lineal de los derechos de accionistas minoritarios. Para ello, se incluyó un término, interactuando el índice de protección de derechos con una variable binaria de la calidad del sistema de justicia;<sup>10</sup> de modo que se permitiera que la protección de derechos solo tuviera efecto cuando se contara con instituciones adecuadas. Los resultados encontrados varían mucho bajo las distintas especificaciones. Algunas de ellas aparecen en el Cuadro 11. Se realizaron 12 especificaciones para cada indicador de desarrollo del mercado de valores, dos por cada una de las seis proxies de seguimiento de la legalidad. Para el nivel de capitalización, el nivel de capitalización en manos de minoritarios y el número de empresas cotizantes, se encontró que solo en dos casos de cada variable, el índice anti-director era significativo para los países con un pobre seguimiento de la legalidad, y en tres era significativo el efecto para los demás países.

En el resto de las 21 especificaciones, en ningún caso el índice fue significativo. De manera que es difícil sacar conclusiones en cualquier sentido. Para los estándares contables y para la restricción de un voto por acción, los resultados fueron más contundentes. Se encuentra que, en general, tienen un efecto positivo significativo y este no difiere entre los distintos países, independientemente de la calidad de las instituciones. De acuerdo a estos hallazgos, el impacto, en la capitalización de mercado, de incluir estas medidas, en un país que no cuenta con instituciones legales sólidas, podría ser de hasta 50% del PIB. Aunque considerando la especificación con el mínimo impacto, para la cual los coeficientes no son significativos, el efecto sería de 5% del PIB.

Anteriormente se mencionó la evidencia que presentan Bhattacharya et al (2000) en torno al uso de información privilegiada en México. Sus resultados reflejan la importancia de la calidad de las instituciones de procuración de justicia en este ámbito. En este caso, a pesar de contar con una regulación que prohíba este tipo de comportamiento, nunca se ha acusado o juzgado a alguien por el uso de información privilegiada.

<sup>10</sup> La metodología para la construcción de las variables binarias se presenta en la sección del mercado crediticio.

**Cuadro 11**  
Efecto de la Protección a Accionistas Minoritarios sobre el Mercado de Valores en Función del Sistema Legal

	Variable dependiente					
	(Nivel de Capitalización)/PIB			(Capital de Minoritarios)/PIB		
	Cum-Leg (1)	Cum-Leg (2)	Comp (3)	Cum-Leg (4)	Comp (5)	Der-prop (6)
Constante	-0.27 -0.19	-0.08 -0.12	-0.27 -0.18	-0.04 -0.07	-0.15 -0.13	-0.65** -0.31
Est-Contables	0.005 (0.005)	0.004 (0.002)	0.01* (0.005)	0.003** (0.001)	0.01 (0.004)	0.01** -0.01
Div-Oblig	-0.37* -0.22	-0.09 -0.08	-0.35 -0.25	-0.09 -0.06	0.07 -0.26	-0.84** -0.41
Un-Voto	0.24** -0.10	0.05 -0.05	0.24** -0.11	0.25*** -0.02	0.32*** -0.09	0.36 -0.22
lanidir2	0.09* -0.06	-0.01 -0.02	0.07 -0.06	0.03 -0.03	0.05 -0.06	0.13 -0.14
Dummy Sistema Legal	-0.06 -0.34	-0.26 -0.23	-0.79 -0.75	-0.41* -0.24	-0.53** -0.25	0.15 -0.36
D*Est-Contables	0.001 -0.01	0.002 (0.004)	-0.01 -0.01	0.005 (0.004)	0.01 (0.005)	-0.005 -0.01
D*Div-Oblig		-1.05*** -0.35		-1.15** -0.44	-1.30** -0.50	-0.53 -0.46
D*Un-Voto	0.21 -0.22	0.32* -0.18	0.14 -0.25	0.17 -0.19	0.13 -0.21	-0.20 -0.24
D*lanidir2	0.09 -0.12	0.18* -0.09	0.22 -0.15	0.17** -0.08	0.13 -0.10	-0.01 -0.15
Muestra	37	37	37	38	38	37
R <sup>2</sup>	0.65	0.68	0.71	0.67	0.65	0.66

En paréntesis la desviación estándar

La dummy del Sistema Legal de la columna (1) toma el valor de 1 cuando Seg-Leg  $\geq 0.75$

La dummy del Sistema Legal de las columnas (2) y (4) toma el valor de 1 cuando Seg-Leg  $\geq 0.6$

La dummy del Sistema Legal de la columna (3) toma el valor de 1 cuando Comp  $\geq 0.8$

La dummy del Sistema Legal de la columna (5) toma el valor de 1 cuando Comp  $\geq 0.6$

La dummy del Sistema Legal de la columna (6) toma el valor de 1 cuando Der-prop  $\geq 0.8$

\* Significativa al 10%, \*\* Significativa al 5%, \*\*\* Significativa al 1%

También se realizaron estimaciones similares para las ofertas públicas iniciales y para el valor comercializado, pero se encontraron resultados aún más ambiguos y con un poder explicativo de las regresiones muy bajo, especialmente para las regresiones con la última variable.

A continuación se evalúan dos críticas potenciales a las estimaciones presentadas. La primera a considerar es la siguiente:

La relación entre la regulación y el desarrollo del mercado de valores se debe a una correlación espuria, por no incluir el nivel de ahorro.

También preocupa, en cuanto al efecto de los derechos de propiedad en el mercado de valores, la posibilidad de que los países con un mayor nivel de ahorro son aquellos

que han desarrollado más este mercado, no por el entorno legal sino por la demanda de instrumentos de ahorro. Para determinar la importancia de este efecto y corroborar que los resultados presentados no se ven afectados por este fenómeno, se efectuaron correlaciones simples entre el nivel de ahorro –como proporción del PIB– y los distintos indicadores de protección a accionistas, incluyendo un indicador que agrega todas las variables. El Cuadro 12 deja ver que no existe una correlación positiva entre las variables de interés y el nivel de ahorro. También se incluyó el ahorro, como proporción del PIB, en las regresiones de los determinantes del desarrollo del mercado de valores (Cuadro 13). Aun sin corregir por la posible endogeneidad del ahorro –problema que tendería a sesgar el coeficiente de dicha variable hacia una relación positiva– se obtiene que los coeficientes de las variables de interés no cambian y que el ahorro no es significativo.

**Cuadro 12**

**Correlación entre el Nivel de Ahorro y la Protección de Derechos de Propiedad**

Protección a Accionistas Minoritarios		Protección a Acreedores	
Iantidir1	-0.38**	Icred1	-0.17
Iantidir2	-0.42**	Icred2	-0.02
Est-Contables	-0.22	Icred3	0.10
Un-Voto	0.22	Garantías	-0.14
Correo	-0.22	Prelación	0.05
No-Bloqueo	-0.49***	Reorgan	-0.39***
Voto-Acum	-0.10	Admon	0.08
Min-Oprim	-0.21	Reserva	0.27
Llamado	-0.10		
Der-comp	-0.02		
Div-Oblig	-0.15		

\* Significativa al 10%, \*\* Significativa al 5%, \*\*\* Significativa al 1%

\*\*Significativa al 5%

\*\*\*Significativa al 1%

La segunda crítica a evaluar es la siguiente:

*Una mayor protección a acreedores garantizados implica una desprotección a accionistas, ya que resulta más difícil una reestructura. Por ende, el mercado de valores podría verse negativamente afectado por este tipo de regulación.*

Un aspecto importante a considerar es que –en muchas ocasiones–, al proteger los derechos de los acreedores, se actúa en contra de los accionistas. La protección a los

**Cuadro 13**

**Efecto de la Protección a Acreedores y del Nivel de Ahorro sobre el Nivel de Capitalización**

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Constante	-0.37 -0.36	-0.49* -0.26	-0.32 -0.30	-0.59** -0.25	-0.46 -0.41	-0.38 -0.35
Ahorro/PIB	0.0001 -0.01		-0.004 -0.01		0.005 -0.01	-0.0004 -0.01
Contratos	0.34 -0.24	0.44 -0.28	0.39 -0.26	0.58** -0.27	0.39 -0.26	0.43 -0.27
Icred1	0.03 -0.03	0.05* -0.03		0.04 -0.03	0.02 -0.03	
Icred3			0.07 -0.06			0.06 -0.07
Un-Voto	0.21** -0.09	0.18* -0.10	0.20** -0.08	0.14 -0.09	0.18* -0.10	0.18* 0.09
Iantidir1	0.08*** -0.03	0.09*** -0.03	0.07* -0.03			
Iantidir2				0.17*** -0.05	0.13** -0.05	0.12** -0.06
Muestra	29	39	29	39	29	29
R <sup>2</sup>	0.49	0.41	0.54	0.48	0.41	0.48

La variable dependiente se refiere al nivel de capitalización como proporción del PIB.

En paréntesis la desviación estándar.

\* Significativa al 10%

\*\* Significativa al 5%

\*\*\* Significativa al 1%

acreedores garantizados, como se analizó anteriormente, puede tener un efecto negativo sobre el mercado de valores. Esto ocurre por cuanto al favorecer a los acreedores cuando la empresa no puede pagar y permitir la toma del colateral, necesariamente se perjudica a los accionistas. Empero, también podría darse el efecto de que la protección a los acreedores generara un desarrollo eficiente del sistema bancario o crediticio; esto es, que realice una labor de vigilancia o bien que solo preste a las empresas que desarrollen proyectos rentables. De esta manera, los accionistas minoritarios pueden aprovechar la vigilancia que realizan los bancos, invirtiendo en empresas que tienen créditos. Este segundo enfoque, usado en la literatura, no es muy claro porque está considerando la protección a los acreedores garantizados y debido a que el valor de mercado de la garantía, en general, es mayor que el del crédito, el banco no tiene mayor interés en vigilar a la empresa, sino simplemente se asegura que podrá tomar el activo en caso de no pago.

El Cuadro 13 también muestra la inclusión del índice de protección a acreedores, en las regresiones del desarrollo del mercado accionario. Evidencia que el efecto es positivo y significativo en una de las especificaciones. De modo que si los derechos otorgados a acreedores afectan en algún sentido al desarrollo del mercado de capitales, este impacto será positivo. En consecuencia, una mejor definición de los derechos de propiedad ayuda a que la negociación lleve al

resultado óptimo para la empresa, favoreciendo a los accionistas. Al parecer este efecto resulta más trascendente que el de asignar mayor poder a los acreedores.

## 2.4 Efecto sobre el crecimiento económico

Para determinar el efecto de los mercados financieros sobre el crecimiento económico, se estima el modelo usual en este campo. Se adopta como variable dependiente el crecimiento promedio por país en un período específico. Las variables explicativas constan de alguno de los indicadores del desarrollo del sistema financiero ya mencionados y variables de control, tales como el ingreso per cápita, el nivel de educación, el nivel de salud, la estabilidad política y el ejercicio de la legalidad. La muestra consta de 40 países, durante el período de 1980 a 1993.

El análisis del impacto del desarrollo de los mercados financieros sobre el crecimiento económico resulta muy complicado, desde un punto de vista empírico. Ello, en virtud de que se presenta el problema de causalidad recíproca, por cuanto es muy difícil solucionar el problema de correlación espuria. El problema de causalidad recíproca ocurre cuando dos variables se determinan simultáneamente; en nuestro caso, esto se presenta debido a que un sistema financiero más desarrollado, contribuye a canalizar el ahorro, de una manera eficiente hacia los proyectos más rentables, a un costo mínimo. De esta manera se incentiva la inversión y en última instancia, se producen mayores tasas de crecimiento económico. Pero también, un país que crece más rápido puede generar mayores oportunidades de inversión o bien puede lograr un mayor ahorro, o dar lugar a otros aspectos propiciadores de mayores recursos al sistema financiero y por ende, contribuir a su desarrollo.

El problema de correlación espuria aparece cuando el análisis no incluye una variable relevante que afecte a las variables de interés y por esa omisión se concluye erróneamente en que una de las variables utilizadas determina a la otra. En el caso particular de la relación del sistema financiero con el crecimiento económico, existe una gran cantidad de variables que afectan al uno y al otro, tales como las oportunidades de inversión, el nivel educativo y el nivel de salud, entre otras.

Ambos problemas son difíciles de resolver, y aunque este aspecto se ha analizado ampliamente en la literatura económica, no es fácil encontrar estimaciones satisfactorias. Afortunadamente, existe una alternativa para solucionar esta

dificultad: es preciso encontrar una variable que afecte el desarrollo del sistema bancario y el mercado de valores, pero que solamente incida sobre el crecimiento económico, indirectamente; a través de dicha variable y no de manera directa. Si se consigue esa variable, es posible aislar las diferencias en el desarrollo del sistema bancario, que no obedecen a mayores tasas de crecimiento económico y, por medio de técnicas econométricas, estimar el impacto de estas sobre el crecimiento económico futuro de un país.

Las variables del entorno legal en cuanto a la protección de derechos, propuestas por LLSV (1997), resultan ser muy adecuadas para resolver los problemas de causalidad recíproca y de correlación espuria. Las medidas de protección resuelven problemas de incentivos, muy importantes para el desarrollo de los mercados financieros, con la ventaja de ser principalmente determinadas por la tradición legal proveniente de las leyes del país: sistema legal civil o común, no afectado por el desarrollo económico del país; así cumplen las características requeridas para utilizarse como variables instrumentales del desarrollo del sistema financiero.

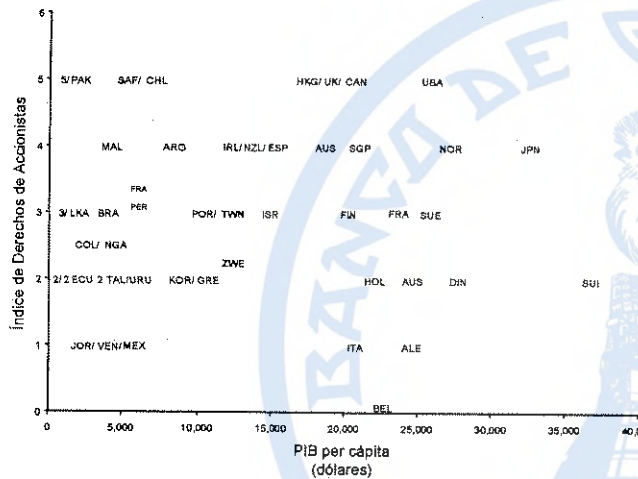
Podría pensarse que la presencia de incentivos tan perversos llevaría a entornos legales muy similares entre países. Sin embargo, se observa una gran disparidad tanto en lo correspondiente a la regulación para proteger a los inversionistas en contra de expropiación por parte de los administradores o accionistas mayoritarios, como en la regulación para proteger a los acreedores. Estas disparidades legales obedecen, más que nada, a la tradición legal de los países.

Este punto se observa en las Gráficas 5 y 6. Resalta la ausencia de relación alguna entre el nivel de ingreso y la regulación. Esto significa que el impacto de la regulación en el desarrollo del sistema financiero y en última instancia en el crecimiento económico, no puede atribuirse a problemas de correlación espuria con el ingreso. Por otro lado, esta falta de correlación también denota que las condiciones legales solo son importantes para el desarrollo, una vez controlados otros factores como educación y salud, entre otros.

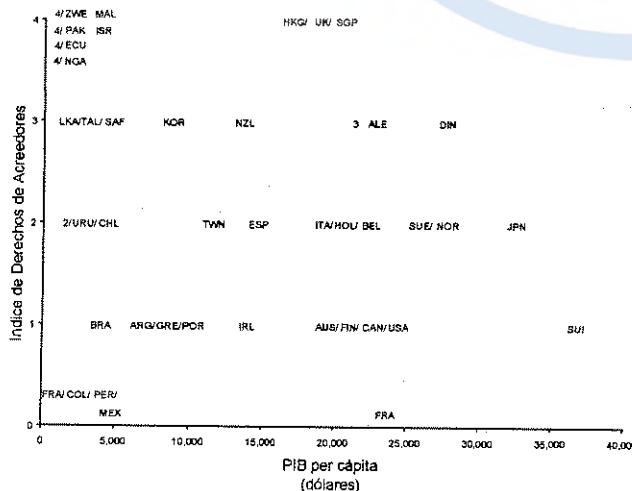
El uso de este tipo de variables como instrumentos ya ha sido aplicado para determinar el efecto del sistema bancario sobre el crecimiento, por Levine, Loayza y Beck (1998). La novedad en este artículo consiste en considerar el mercado de valores, sobre el cual, como se dijo en la sección anterior, la regulación tiene un impacto más importante.

El Cuadro 14 exhibe las estimaciones de la tasa de crecimiento de largo plazo. Estas fueron obtenidas mediante el método de mínimos cuadrados, en dos etapas. En este análisis, como es usual en la literatura del crecimiento, cualquier ajuste de largo plazo se da en un período de diez años. Además de este supuesto, la metodología utilizada tiene la limitación de no permitir la determinación la dinámica del ajuste, ni el tiempo que este tarda en darse.

**Gráfica 5**  
**Derechos de accionistas**



**Gráfica 6**  
**Derechos de acreedores**



Los instrumentos para las variables del mercado de valores son el índice de protección Iantidir2, la variable de un voto por acción, los estándares contables y los dividendos obligatorios. Para el caso del endeudamiento, únicamente se toma el índice Icredit3. Al incluir solo las variables del desarrollo del mercado de valores (primeras tres columnas), además de las variables de control, todas son significativas y tienen el signo esperado. Un aumento de 10% del PIB en la capitalización de mercado total o en manos de accionistas minoritarios, conlleva un aumento de 0.2 puntos porcentuales en la tasa de crecimiento de largo plazo. Las especificaciones contenidas en estas variables son las que logran el mejor poder explicativo. El crédito bancario al sector privado, también resulta significativo, aunque al tomar el modelo en su conjunto, no tiene un alto poder explicativo (columna 4); ello obedece, en parte, a que el índice Icredit3 no es tan buen instrumento como los empleados para el examen del mercado de valores. Un aumento del crédito bancario de 10% del PIB, llevaría a una tasa de crecimiento mayor en 0.6 puntos porcentuales. El endeudamiento total no aparece significativo, posiblemente debido a la calidad del instrumento utilizado. Tal vez, más importante aún, a que esta variable incluye los créditos otorgados por el Gobierno. Al respecto, King y Levine (1993) explican que los bancos privados parecen ser más eficientes que el Gobierno en el manejo de riesgos y, en general, en proveer servicios financieros. Resulta lógico que el endeudamiento total tenga un efecto menos decisivo que el crédito bancario en el crecimiento. A su vez este indicador conlleva algunos problemas debido a que en muchos países el Gobierno también interviene en el otorgamiento de crédito, por medio de la banca privada.

Al combinar las variables del mercado de valores y del crediticio, la magnitud de los coeficientes se vuelve mucho menor y en algunos casos pierde significación. Esto puede indicar que ambos mercados son sustitutos más que complementos. Para financiar los proyectos rentables basta tener un intermediario financiero que funcione de manera eficiente, para contribuir al crecimiento macroeconómico. Empero, los efectos distributivos de ambos mercados pueden ser importantes; en general, el mercado de crédito suele ser más accesible a empresas pequeñas, más que el acceso al mercado de capitales, por cuanto para este último requiere altos costos de entrada.

La columna 7 del cuadro 14 presenta los resultados obtenidos considerando el tamaño del mercado de crédito

bancario y el del mercado de capitales, como sustitutos perfectos; de manera que la suma del nivel de capitalización más el crédito bancario, representa el tamaño del mercado financiero. En este caso el efecto es significativo.

Cuadro 14

Efecto del Desarrollo de los Mercados Financieros sobre el Crecimiento Económico

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Constante	-0.33 (0.22)	-0.37** (0.17)	0.04 (0.44)	-0.22 (0.21)	-0.29 (0.31)	-0.15 (0.32)	-0.16 (0.20)
Cap					-0.004 (0.02)		
Externa		0.02* (0.01)					
VTC			0.11** (0.05)			0.04 (0.05)	
Bancaria				0.06** (0.03)	0.04 (0.03)	0.03 (0.02)	
Cap + Bancaria							0.02** (0.01)
LIPIBpc	-0.03*** (0.01)	-0.03*** (0.005)	-0.01 (0.01)	-0.02*** (0.01)	-0.02*** (0.01)	-0.02*** (0.004)	-0.03*** (0.004)
Lsec	0.003 (0.01)	0.001 (0.01)	0.01 (0.02)	0.005 (0.01)	0.001 (0.02)	0.01 (0.02)	0.01 (0.01)
Contratos	0.12*** (0.03)	0.12*** (0.03)	0.05 (0.05)	-0.01 (0.07)	-0.03 (0.05)	0.03 (0.05)	0.08** (0.04)
Revcoup	-0.01 (0.01)	-0.004 (0.01)	-0.01 (0.01)	-0.02** (0.01)	-0.02 (0.01)	-0.02* (0.01)	-0.02 (0.01)
Lalife	0.11* (0.06)	0.12** (0.05)	-0.001 (0.13)	0.09 (0.06)	0.11 (0.09)	0.06 (0.09)	0.07 (0.06)
Muestra	37	38	38	40	36	37	39
R <sup>2</sup>	0.70	0.71	0.26	0.30	0.44	0.53	0.64

Método de estimación: mínimos cuadrados en dos etapas, con errores estándar robustos, usando como instrumentos: Un Voto, Bal-Contable.

Dir-votig, Inadid2 y Inredid.

En paréntesis la desviación estándar.

\* Significativa al 10%

\*\* Significativa al 5%

\*\*\* Significativa al 1%

Los resultados encontrados indican que:

- \* Un aumento en la capitalización del mercado de valores de 50% del PIB -el cual se alcanzaría de acuerdo al modelo al incluir las regulaciones propuestas- podría aumentar la tasa de crecimiento anual de largo plazo hasta en un punto porcentual.
- \* Un aumento en el crédito bancario de 25% del PIB -que se alcanzaría, de acuerdo al modelo, al incluir las regulaciones propuestas- implicaría un aumento en la tasa de crecimiento anual de largo plazo de hasta 1.5 puntos porcentuales.

Como se mencionó anteriormente, la metodología aplicada no permite determinar el período que tarda en completarse el efecto encontrado, pero es de esperar que este no se observe de inmediato.

## 2.5 ¿Afecta la regulación al financiamiento de las empresas grandes?

Hemos descubierto en este trabajo que la regulación tiene un impacto considerable en el desarrollo de los mercados financieros. Este desarrollo a su vez, tiene un efecto positivo sobre el crecimiento económico. No obstante, es de esperarse que el efecto no sea el mismo para las empresas grandes que para las pequeñas. Actualmente, aun en los países con mercados de valores poco desarrollados, las grandes empresas logran colocar una buena parte de su capital entre accionistas minoritarios. Así alcanzan niveles de endeudamiento relativamente altos. Esto puede responder a dos factores: en primer lugar, la reputación creada por estas empresas resulta ser una medida alternativa para resolver dificultades de información asimétrica. Pero posiblemente más importante es el hecho de que solo estas empresas pueden colocar en los mercados externos, ya que incluso para las empresas medianas resulta muy costoso. Al colocar en los mercados externos, las empresas grandes deben sujetarse a ciertas normas, de modo que enfrentan ciertas medidas de protección a los accionistas minoritarios.

A continuación se analizará formalmente si el financiamiento externo de las empresas grandes se ve limitado por los aspectos regulatorios examinados. Con este propósito, se consideran dos medidas alternativas como indicadores del nivel de endeudamiento de las empresas grandes. La mediana del endeudamiento, como proporción de las ventas y como proporción del flujo de caja, más dos indicadores de la emisión de capital de empresas grandes, a saber: el valor de mercado de las acciones en manos de externos, como proporción del flujo de caja y también como proporción de las ventas.

El Cuadro 15 presenta los resultados del efecto de las medidas de protección en el endeudamiento de las empresas grandes. Contrario a lo esperado, se obtiene que también las grandes empresas resultan afectadas por deficiencias en la regulación. Es difícil comparar la magnitud del efecto con la del promedio por país, porque las variables de escala consideradas en ambos casos no son equivalentes. Al igual que en el caso del endeudamiento total del sector privado, la medida más determinante viene a ser la de no permitir la permanencia del administrador, cuando se lleva a cabo una reorganización. Empero, en esta situación, las medidas tomadas individualmente tienen un mayor poder explicativo que para el endeudamiento total, mientras que los índices lo tienen bajo. En su conjunto, las medidas de protección explican el 15% de la variación (ajustado por el número de variables explicativas) de las diferencias en el endeudamiento.



damiento de las empresas grandes como proporción del flujo de caja y 7% de la variación cuando este endeudamiento se normaliza con las ventas totales. En contraste, esta proporción es de 2% para el caso del crédito bancario y de 1% para el endeudamiento total.

Cuadro 15

Efecto de la Protección a Acreedores sobre el Endeudamiento de las Empresas Grandes

	Deuda/Flujo				Deuda/Vtas			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Constante	1.54*** -0.52	0.19 -1.05	0.99 -1.12	0.45 -1.09	0.28*** -0.06	0.44*** -0.12	0.45*** -0.12	0.42*** -0.12
Garantías	-0.49 -0.46	-0.58 -1.26			-0.003 -0.05	0.01 -0.05		
Prelación	0.66 -0.52	0.45 -0.53			-0.01 -0.06	0.02 -0.06		
Reorgan	-0.62 -0.41	-0.60 -0.41			-0.08* -0.05	-0.09* -0.04		
Admon	1.36*** -0.47	1.52*** -0.48			0.09* -0.05	0.07 -0.05		
Reserva	1.64 -1.05	1.54 -1.04			0.11 -0.11	0.12 -0.11		
Contratos	1.85 -1.26	1.37 -1.29	1.37 -1.24		-0.22 -0.14	-0.21 -0.14	-0.21 -0.13	
Icred1		0.06 -0.16				-0.005 -0.02		
Icred3			0.56* -0.32				0.02 -0.03	
Muestra	37	37	37	37	38	38	38	38
R <sup>2</sup>	0.15	0.18	-0.02	0.06	0.07	0.11	0.01	0.02

La variable dependiente "Deuda-Flujo" se refiere a la deuda total de las empresas grandes, como proporción del flujo de caja.

La variable dependiente "Deuda-Vtas" se refiere a la deuda total de las empresas grandes, como proporción de las ventas.

En paréntesis la desviación estándar.

\* Significativa al 10%

\*\* Significativa al 5%

\*\*\* Significativa al 1%

Para poner en perspectiva la importancia de las medidas de protección de los derechos de los acreedores en las empresas grandes, se puede decir que de impedirse la permanencia del administrador durante una reorganización, el endeudamiento, como proporción del flujo de caja de las empresas grandes mexicanas, podría casi duplicarse, en tanto el impacto en el endeudamiento bancario del sector privado, como proporción del PIB, sería ligeramente mayor que 50% y en el endeudamiento total, ligeramente menor que 50%. Cabe resaltar que el alto impacto de la medida mencionada obedece a que en la mayoría de los países donde no se impide la permanencia, no se cuenta con medidas que limiten las acciones del administrador, a modo de evitar que este saque los activos de la empresa. Puede ser que con una vigilancia adecuada del administrador se conserve el conocimiento de este sobre la empresa para garantizar el óptimo desempeño, sin incurrir en el peligro de una extracción de recursos de la misma.

Cuando el endeudamiento de las empresas grandes se normaliza con las ventas, el peso de las medidas no es tan

fuerte e incluso pierde significación en todas las especificaciones, excepto en una: al considerar el flujo de caja.

Según los datos del Cuadro 16, también la emisión por empresas grandes es afectada por el entorno legal, en cuanto a la protección a accionistas minoritarios; esto se observa cuando el valor de capitalización se normaliza con el flujo de efectivo (primeras tres columnas), pero es casi insignificante al utilizar las ventas (últimas tres columnas). El efecto de las diferentes medidas aparece muy similar al caso de todo el mercado. La restricción de un voto por acción, manifiesta un impacto importante y significativo. La obligación de reparto de dividendos tiene un efecto negativo y significativo en muchos casos. El índice Iantidir1 es significativo, además.

Cuadro 16

Efecto de la Protección a Accionistas Minoritarios sobre el Financiamiento vía Emisión de Capital de Empresas Grandes

	Cap/Flujo			Cap/Vtas		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Constante	0.33 (3.93)	3.60 (3.70)	4.45 (3.96)	-0.04 (0.70)	0.71 (0.60)	0.74 (0.63)
Div-Oblig	-8.34 (5.46)	-10.27* (5.92)	-10.61* (6.31)	-0.28 (0.92)	-0.84 (0.91)	-0.78 (0.94)
Un-Voto	4.33** (1.70)	4.27** (1.64)	4.51** (1.80)	0.14 (0.28)	0.27 (0.23)	0.25 (0.25)
Est-Contables	0.005 (0.05)	-0.03 (0.06)	-0.003 (0.06)	0.01 (0.01)	0.01 (0.01)	0.01 (0.01)
Llamado	0.98 (1.40)				0.07 (0.26)	
Correo	0.33 (1.25)				-0.12 (0.23)	
Voto-Acum	3.23*** (1.09)				0.45** (0.19)	
Min-Optim	0.75 (1.27)				0.16 (0.23)	
Der-comp	-0.81 (0.89)				0.01 (0.15)	
No-Bloqueo	-0.91 (1.02)				0.04 (0.17)	
Contratos	3.04 (3.77)	0.99 (3.80)	-0.25 (4.22)	-0.64 (0.69)	-1.21* (0.63)	-1.22* (0.68)
Iantidir1		0.67* (0.37)			0.10 <sup>1</sup> (0.06)	
Iantidir2				0.23 (0.69)		0.10 (0.11)
Muestra	34	34	34	35	35	35
R <sup>2</sup>	0.41	0.18	0.09	0.24	0.16	0.11

La variable dependiente "Cap-Flujo" se refiere a la capitalización de accionistas minoritarios, como proporción del flujo de caja.

La variable dependiente "Cap-Vtas" se refiere a la capitalización de accionistas minoritarios, como proporción de las ventas.

En paréntesis la desviación estándar.

<sup>1</sup> Significativa al 12%, \* Significativa al 10%, \*\* Significativa al 5%, \*\*\* Significativa al 1%

## 2.6 ¿Afecta el marco legal al financiamiento externo?

Un aspecto a resaltar es el papel que juega la protección de los derechos de propiedad en los flujos de capitales externos, así como el efecto de estos sobre el crecimiento económico. En la literatura correspondiente la apertura al flujo de capitales externos, es considerada como una solución a la carencia de un sistema financiero desarrollado o eficiente. Con base en el análisis precedente, podemos establecer que si el rezago de este sector es atribuible a un marco legal inadecuado, tal apertura solo resolverá el problema si se incorporan cláusulas normativas que permitan utilizar un marco regulatorio y un tribunal de justicia de mejor calidad que el vigente.

Para ilustrar la trascendencia del marco legal o bien de la calidad del gobierno corporativo de las empresas para atraer inversión extranjera, se tiene el reporte del BID sobre México (septiembre de 1999), donde se menciona la importancia de un nivel adecuado en cuanto a los estándares de gobierno corporativo. TIAA-CREF, uno de los inversionistas institucionales más fuertes de EE.UU., ha decidido no invertir en papel emitido por empresas con bajos estándares en este campo. Entre los requisitos calificativos a requerir menciona los siguientes:

1. El Consejo de Administración de la empresa deberá contar con una mayoría de directores independientes.
2. El Consejo de Administración de la empresa deberá contar con el apoyo de los accionistas para llevar a cabo cualquier acción tendente a alterar las relaciones fundamentales entre el Consejo y los Accionistas.
3. Las empresas deben basar las compensaciones de los ejecutivos, de acuerdo a un esquema de desempeño y deberán proveer información completa y clara de los arreglos de compensaciones.

A continuación, un análisis empírico para determinar si efectivamente estas regulaciones afectan los flujos de capitales externos; la variable más adecuada viene a ser la inversión extranjera en cartera. Desgraciadamente la serie disponible incluye inversiones en ADRs, instrumentos sujetos a ciertos aspectos de la regulación de EE.UU. Y, por ende, no afectados en la misma medida que las acciones comerciadas en bolsas locales, por la calidad de la regulación en su país de origen. A pesar de esta dificultad se realizó el análisis, por cuanto de obtenerse que a pesar de la inclusión de ADRs los

coeficientes de las variables de protección a accionistas minoritarios son significativos y del signo esperado, se corroboraría la hipótesis. Esto no sucede; por ello, no es posible aceptar la hipótesis propuesta, aunque tampoco rechazarla en razón de la deficiencia en la variable utilizada.

Alternativamente se utilizó la Inversión Extranjera Directa (IED), la cual conlleva la dificultad de que la mayor parte de esta representa a inversionistas que mantienen el control; lo cual implica que dichos inversionistas no se ven afectados directamente por la ausencia de protección a los accionistas minoritarios. Sin embargo, este tipo de regulación puede dar seguridad al inversionista cuando comparte la propiedad con los administradores de la empresa, porque le sirve como un mecanismo de control adicional.

El Cuadro 17 exhibe las estimaciones de la IED. En él se comprenden como variables explicativas, las diferentes medidas e índices de protección a accionistas minoritarios, de protección a acreedores y de seguimiento de la legalidad. La significación de estas variables resulta mucho menor a la obtenida en las regresiones del mercado de valores. La obligatoriedad de mantener un voto por acción resulta significativa en casi todas las especificaciones; los estándares contables y el índice de protección tienen el signo esperado, pero no siempre son significativos. Es importante enfatizar sobre la caída en el poder explicativo del cumplimiento de la legalidad; en este caso ninguna de las proxies resulta significativa; algo que sorprende especialmente en comparación con el poder explicativo que han presentado en las estimaciones contempladas a lo largo de este trabajo.

La caída en el poder explicativo del cumplimiento de la legalidad puede atribuirse a que algunos países cuentan con tratados internacionales que otorgan de cierta protección a los inversionistas extranjeros. Por ejemplo, en México, a raíz de la entrada en vigor del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), se ha resuelto parcialmente el problema de deficiencias legales e institucionales. El capítulo 11 del Tratado establece los derechos otorgados a los inversionistas extranjeros de los países que lo integran. Una concesión primordial es permitir a las personas físicas o morales de EE.UU. y Canadá con inversiones en México<sup>11</sup>, el resolver las controversias con base en el derecho y tribunales internacionales. En este sentido, algunas de las

<sup>11</sup> Sobra decir que lo mismo aplica para los tres países.

deficiencias en instituciones locales y en ciertas regulaciones, no afectan a los inversionistas de los países miembros del TLCAN.

**Cuadro 17**  
**Efecto de la Protección a Accionistas Minoritarios sobre la Inversión Extranjera Directa**

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Constante	-0.43 (0.77)	-1.06 (0.79)	-1.48 (1.08)	-1.04 (1.21)	0.97 (2.07)	-1.45 (0.93)
Div-Oblig	-0.36 (1.57)	-0.53 (1.50)	-0.44 (1.53)	-1.42 (2.06)	-0.49 (1.94)	-0.21 (1.58)
Un-Voto	1.05** (0.51)	0.91** (0.50)	0.88* (0.50)	1.21* (0.64)	0.81 (0.59)	0.98* (0.53)
Cum-Leg	1.14 (0.81)	1.38* (0.78)		0.88 (1.18)	3.11* (1.86)	1.51* (0.81)
Est-Contables				0.01 (0.02)		
Iantdir1	0.18 (0.17)					
Iantdir2		0.58** (0.27)	0.57** (0.28)	0.61* (0.37)		0.48 <sup>1</sup> (0.29)
Icred1						0.20 (0.16)
Contratos			1.82 (1.16)			
LPIBpc					-0.40 (0.36)	
Muestra	46	46	46	38	39	44
R <sup>2</sup>	0.07	0.14	0.12	0.12	0.14	0.14

La variable dependiente se refiere a la Inversión Extranjera Directa.

En paréntesis la desviación estándar.

<sup>1</sup> Significativa al 11%

\* Significativa al 10%

\*\* Significativa al 5%

\*\*\* Significativa al 1%

A partir de 1994 México ha firmado una serie de acuerdos internacionales<sup>12</sup> que otorgan estos derechos a otros países; a saber: Alemania, Argentina, Austria, Dinamarca, España, Finlandia, Holanda, Italia, Portugal, Suiza, Unión Belgo-Luxemburguesa e Uruguay. Además han entrado en vigor otros tratados de libre comercio contentivos que incluyen cláusulas equivalentes, para la resolución de conflictos de inversionistas. El Cuadro 18 muestra los países con los que México se tiene algún acuerdo de este tipo y la fecha de entrada en vigor.

Estos Tratados podrían explicar en parte, el incremento de la IED en México, la cual pasó de un promedio de 1.2% del PIB, para el período de 1990 a 1994, a un nivel promedio de 2.9% del PIB, para el período de 1995 a 1999.

<sup>12</sup> Estos acuerdos se denominan APPRI (Acuerdos para la Promoción y Protección Recíproca de Inversiones).

**Cuadro 18**

País	Tratado	Fecha de entrada
Estados Unidos	TLC de América del Norte *	Vigor: enero de 1994
Canadá	TLC de América del Norte *	Vigor: enero de 1994
Suiza	APPRIS *	Firma: julio de 1995 Aprobado: noviembre de 1995
España	APPRIS *	Firma: junio de 1995 Aprobado: noviembre de 1995
Argentina	APPRIS *	Firma: noviembre de 1996
Chile	TLC *	Firma: abril de 1998 Aprobado: noviembre de 1998 Decreto: julio de 1999
Colombia y Venezuela	TLC del Grupo de los Tres * (Colombia, Venezuela y México)	Firma: junio de 1994 Vigor: enero de 1995
Nicaragua	TLC *	Firma: diciembre de 1997 Aprobado: abril de 1998 Decreto: julio de 1998
Guatemala, Honduras y El Salvador	TLCINM (TLC, Triángulo del Norte) * (Guatemala, Honduras, El Salvador y México)	Vigor: enero de 2001
Unión Europea	TLC **	Decreto: junio de 2000 Vigor: julio de 2000

\* Resolución de controversias mediante CIADI y CNUDMI.

\*\* Resolución de controversias mediante un panel arbitral.

Fuente: SECOFI.

A efecto de medir el rol de estos Tratados, como garantías para resolver conflictos legales, con la participación de jueces externos, en los flujos de inversión, se estimaron varias especificaciones de los determinantes de la IED en México, por país de origen. Los datos provienen de la OECD, de 1980 a 1997 y de SECOFI, 1998 y 1999; en las regresiones se excluye a 1998, en atención que la cifra de ese año no es comparable con las publicadas por la OECD. La primera fuente incluye 63 países y la segunda 33; en las regresiones fueron considerados los 34 países más relevantes, entre los cuales nueve no aparecen en los datos de SECOFI.

A fin de medir el impacto de los Tratados, el análisis incluye una variable binaria para cada uno de ellos, lo cual toma el valor de uno a partir del año en que entra en vigor el Tratado. Como controles quedan incluidos los efectos fijos por país, a modo de captar cualquier factor específico: tamaño, tasas de crecimiento, niveles de ahorro o desahorro neto. Además, se contemplan variables binarias anuales, controladas por eventos internacionales, tales como las crisis globales que afectan a todos los países, las fluctuaciones en los términos de intercambio y otros.

El Cuadro 19 muestra los resultados. En la primera columna aparecen las observaciones para el período con Tratado, de cada país. Ello, con la finalidad de mostrar que, al ser muy recientes estos acuerdos y al no tener disponibles algunas observaciones, son pocos los grados de libertad para realizar el análisis deseado. Este problema cobra más importancia cuando países, como Suiza, invierten flujos tan pequeños que resultan sumamente volátiles por la naturaleza de indivisibilidad de la inversión. Suiza representó el 0.8% de la IED en México durante el período 1994-1999, con inversiones anuales de entre US\$18 millones y US\$200 millones.

La inversión proveniente de Canadá, expresada en términos del PIB, es la única afectada de manera positiva y significativa por el Tratado bajo las tres especificaciones; el impacto del Tratado en la inversión es de 44% considerando la IED como proporción del PIB y de 50% según el logaritmo. Para el caso de EE. UU, el impacto es significativo al tomar niveles y logaritmos, pero no así al considerar la IED como proporción del PIB. Esto último puede atribuirse a que, si bien en los últimos años la inversión proveniente de ese país ha sido muy vigorosa, también lo ha sido su crecimiento económico. El impacto, en términos logarítmicos, es de 68% y en proporción del PIB, 33%. Para el resto de los países no se da un efecto significativo, salvo para Suiza, donde resulta incluso negativo y significativo; posiblemente ello se deba a que los Tratados son muy recientes, con un período muy corto de vigencia; además de la carencia de datos de IED comparables, para 1998.

Estimando una regresión similar pero considerando el efecto del Tratado, común a todos los países, se obtiene, desde el punto de vista logarítmico, que este es de 17% y significativo, y no aparece significativo en proporciones del PIB.

Sería interesante examinar este aspecto con más detalle; especialmente en lo relativo a una derivación formal de la especificación a ser estimada. Con base en los resultados obtenidos, las conclusiones respecto a la importancia de estos Tratados dependerán, en gran medida, de la forma funcional de la IED, a adoptar.

Para concluir la sección referente a los flujos de capital, se consideró el efecto de estos sobre el crecimiento económico. En este sentido, a propósito se emplearon diversas especificaciones, a fin de captar las diferentes

Cuadro 19  
Efecto de la Protección a Inversionistas sobre la Inversión Extranjera Directa en México

País de origen	Años disponibles con tratado <sup>1</sup>	IED (Mdl. de Doll. de 1999)		Ln (IED) <sup>2</sup>		IED/PIB-origen (%)	
		(A)	(B)	(A)	(B)	(A)	(B)
Argentina	1997	11.49	-91.99 (57.91)	5.92	-0.05 (0.06)	0.007	-0.01 (0.02)
Canadá	1994-1999	140.86	259.13*** (75.43)	6.21	0.41*** (0.09)	0.022	0.05*** (0.01)
Chile	1999	1.32	17.15 (65.42)	5.89	-0.01 (0.10)	0.003	-0.0005 (0.02)
Colombia	1996-1997	0.72	37.53 (87.58)	5.89	0.02 (0.06)	0.001	-0.01 (0.01)
España	1996-1999	244.58	19.70 (77.20)	6.34	0.10 (0.11)	0.041	-0.001 (0.02)
Estados Unidos	1994-1999	4,209.31	2,693.33*** -615.6365	8.37	0.52*** (0.115)	0.064	0.02 (0.01)
Suiza	1996-1999	198.93	-154.51*** (85.47)	6.33	-0.27*** (0.08)	0.077	-0.08*** (0.02)
Venezuela	1993-1996	2.87	34.140 (57.65)	5.90	0.01 (0.06)	0.005	-0.01 (0.01)
Muestra			455		454		335
R <sup>2</sup>					0.91		0.67

1. No se incluyen las observaciones de 1998, debido a que en ese año la metodología para calcular la IED difiere con la del resto.

2. Se le restó el valor mínimo (-365) a todas las observaciones para no descartar los valores negativos.

(A) se refiere al nivel promedio de 1996 a 1999.

(B) se refiere al efecto del Tratado.

En paréntesis la desviación estándar.

\* Significativa al 10%.

\*\* Significativa al 5%.

\*\*\* Significativa al 1%.

maneras en que puede impactar esta variable. Incluso se contempló el hecho de que la IED puede ser importante, únicamente cuando los mercados financieros nacionales no son eficientes. Alternativamente, se consideró que el desarrollo de los mercados de intermediación nacionales ejercerá un efecto sobre el crecimiento, únicamente cuando no exista la posibilidad de recurrir al financiamiento externo.

En la mayoría de las especificaciones llevadas a cabo no se encontró evidencia de que la IED afectara, de manera significativa, el crecimiento económico; esto puede deberse a la dificultad en modelar la interacción entre el financiamiento interno y el externo, como determinantes del crecimiento.

### 3. La protección de derechos en México

En la sección de análisis de datos fue discutido el rezago de México en cuanto al marco legal. Se encontró que el país no cuenta con ninguna de las medidas de protección a accionistas minoritarios. Hasta 1999 tampoco contaba con dicha protección a acreedores garantizados. Esta deficiencia induce al examen más detallado de la legislación mexicana.

En lo concerniente a la protección a acreedores, México contaba hasta abril de 2000 con la Ley de Quiebras y

Suspensión de Pagos (LQSP) sancionada en 1943. A partir de la nueva fecha, entonces entró en vigor la Miscelánea de Garantías de Crédito (MGC), que reforma diversas disposiciones legales a fin de crear mejores condiciones para el otorgamiento de créditos, y la Ley de Concursos Mercantiles (LCM) que abroga a la LQSP. Esta ha contribuido a solucionar algunos de los problemas aquí mencionados. En particular, mejora la protección a los acreedores garantizados. De acuerdo a las cuatro medidas consideradas en este trabajo, en torno a la protección de los derechos a dichos acreedores, la nueva ley establece lo siguiente:

1. Consentimiento de los acreedores para solicitar la reorganización o, en el caso de México, para entrar al proceso de conciliación (Reorgan). La LCM establece: el comerciante o deudor puede solicitar la entrada al proceso de concurso mercantil, y la aprobación de este no requiere el consentimiento de ninguno de los acreedores.
2. No se quedan automáticamente las garantías (Garantía). De acuerdo al artículo 65, los activos de la empresa se quedan en esta durante el proceso; de conciliación, el cual puede durar hasta un año. Una vez concluido dicho proceso es permitida la enajenación del colateral por parte de los acreedores garantizados. Esto contrasta con lo estipulado en otros países; por ejemplo, en el Reino Unido, donde se permite la separación de las garantías en cualquier momento del proceso; o en Alemania, donde estas solo se quedan si son consideradas fundamentales para la operación. En este caso, se cubren los intereses de los activos mantenidos para continuar la operación o para optimizar el valor de liquidación. En México también hay pago de intereses, pero se le impone un límite a su monto.
3. Prelación de los acreedores garantizados (Prelación). En este aspecto (Arts. 217 y 224), se avanzó con relación a lo establecido en la antigua ley de quiebras. Los acreedores pueden enajenar las garantías una vez cubiertas ciertas obligaciones laborales y los gastos administrativos del proceso; de manera pues que aún no alcanzan la prioridad que se les confiere en países como Alemania y el Reino Unido, donde se limitan considerablemente los gastos administrativos, los cuales preceden a los mencionados acreedores, a aquéllos que se incurren para mantener el valor de las garantías. Además, en estos países los acreedores garantizados preceden a las obligaciones laborales.

4. No se permite que el deudor mantenga la administración durante la reorganización o conciliación (Admón.). De acuerdo al artículo 74 de la LCM, no se impide la permanencia de la administración durante la reorganización, pero se incluyen ciertas medidas para evitar acciones a favor del administrador, en perjuicio de los acreedores. Por un lado, se requiere de la aprobación de acreedores para cierto tipo de acciones. Por otro, se incluyen medidas relativas a las responsabilidades del síndico. Adicionalmente, en el artículo 81 queda establecido que el conciliador podrá solicitar la remoción del comerciante.

En términos muy estrictos, la LCM no incluye ninguna de las medidas de protección citadas. Sin embargo, bajo una interpretación más flexible, podría considerarse la inclusión de la no-permanencia de la administración. Es importante enfatizar que, tal como mencionan LLSV 1998, existe un trade-off entre una regulación con mayor discreción y una más rígida. La primera puede resultar muy eficiente con instituciones muy sólidas, capaces de dar protección a los acreedores sin la necesidad de llevar a la quiebra a las empresas, cuando es socialmente óptima la continuidad de su operación. Con base en esto es posible que la flexibilidad que permite la LCM sea óptima.

Cabe destacar que la MGC sí otorga una adecuada protección al acreedor, en diversos aspectos. Por ejemplo, facilita la adjudicación de la garantía por parte del acreedor cuando el deudor no cubra sus obligaciones. Esta puede ocurrir en un plazo aproximado de seis meses. De manera que, si para entrar en concurso mercantil se requiere de un período de incumplimiento similar, el acreedor podrá hacer uso del derecho que le otorga la MGC para evitar una mayor pérdida. Empero, vale hacer notar que lo óptimo desde el punto de vista social, resulta ser una mejor protección bajo la LCM. De no ser así, si la garantía es fundamental para la operación de la empresa, no se podía llevar a cabo la reestructura, aun cuando ésta fuera socialmente deseable.

Otro punto contemplado en la nueva ley es el de la coordinación. En general, en los sistemas legales con tradición civil, resulta muy difícil la coordinación entre los acreedores. En virtud de este aspecto, la LCM busca fomentar y facilitar esta cooperación, con miras a crear las mismas condiciones para la totalidad de acreedores. Estas medidas consiguen, entre otras cosas, que los inversionistas extranjeros cuenten con una protección legal equiparable a la del origen de su capital.

Esta sección enfatiza sobre la legislación relativa al gobierno corporativo o de protección a los accionistas minoritarios<sup>13</sup>, la cual tiene más de medio siglo de vigencia y solo ha sido revisada parcialmente desde entonces. Como se mencionó, una legislación de este tipo es básica para resolver el problema de agencia, que surge cuando el control y la propiedad de una empresa no coinciden por completo. En vista de ello, dicha legislación necesita asegurar un grado mínimo de protección a las expectativas de los inversionistas extranjeros.

En México, la Ley General de Sociedades Mercantiles, de 1934, está encargada de regular los asuntos relacionados con gobierno corporativo; esta regulación deviene del Código Comercial y tiene su origen en el sistema legal francés. Ella define con propiedad a la sociedad anónima: describe los órganos que la deben regir, cubriendo aspectos varios, como la emisión de acciones, los derechos de propiedad del accionista, las reglas de gobierno del Consejo de Administración, el papel del Comisario, los procedimientos para fusiones y liquidaciones, etc.

Además de la legislación citada, las empresas que cotizan públicamente en la BMV están regidas por otras regulaciones: la Ley del Mercado de Valores de 1975 y las circulares emitidas por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV). También cobran importancia en la regulación de gobierno corporativo, las reglas aplicables a las empresas que cotizan públicamente y contenidas en el Reglamento de la Ley de Inversión Extranjera y del Registro Nacional de Inversiones Extranjeras de 1998, que comprende provisiones acerca de los límites sobre los derechos de votación de acciones adquiridas por extranjeros.

Examinando un poco más a fondo este marco regulatorio, encontramos que, a pesar de que existen las instituciones básicas necesarias para una defensa efectiva de los derechos de las minorías (Consejo de Administración, Asamblea de Accionistas obligatoria y Comisario de la empresa), tal esquema legal presenta algunas deficiencias, a dividir en cuatro categorías, así:

1. Falta especificidad en la ley con respecto a la estructura del proceso y de las partes encargadas de la toma de decisiones. Se abre así la posibilidad a accionistas que

detentan el control, de usar este a su favor en detrimento de las minorías. Durante las asambleas de accionistas, gran parte de las decisiones más importantes de la empresa dejan sin protección a las minorías. El Consejo Directivo queda encargado de llevar a cabo los acuerdos alcanzados y de nombrar a los administradores que vigilarán la operación diaria de la empresa. El único requisito legal para la composición del Consejo es que las minorías representativas del 10% o más de los derechos de voto, pueden elegir al menos a un miembro; pero no se limita el número de miembros del Consejo, de modo que no es difícil para los accionistas mayoritarios alcanzar la mayoría absoluta de los votos. Entonces, dichos accionistas pueden controlar, no solo las decisiones fundamentales, sino además los temas de discusión.

2. Falta de transparencia en los reportes exigidos a las empresas cotizantes en Bolsa. Debido a que el nivel de detalle con el que debían reportarse los gastos era muy vago, y a la ausencia de estándares para la revelación de inversiones o adquisiciones de la empresa, la regulación en este aspecto se ha ido revisando: la circular 11-11, emitida por la CNBV en 1985, y sus diversas modificaciones<sup>14</sup>, regula la información económica, contable, jurídica y administrativa que las emisoras deben proporcionar a dicha Comisión, al público inversionista y a la BMV. Inicialmente estos requisitos eran poco exigidos. Esto dejaba en gran desventaja de las minorías, por cuanto les dificultaba la vigilancia efectiva de la empresa. Era especialmente patente en dos áreas: en el nivel de desagregación de gastos corporativos requerido, y en el área de los estándares de divulgación concernientes a las inversiones y adquisiciones de empresas, en las que uno o más de los miembros del Consejo de Administración tienen algún interés particular. Esta falta de transparencia en los requisitos de reporte facilita la desviación de recursos en detrimento de los intereses del accionista minoritario.

Las modificaciones recientes a la Circular, han significado un gran avance; la última modificación exige a las empresas emisoras revelar el grado de adhesión en cada uno de los puntos del Código de mejores prácticas corporativas. Este Código contiene las prácticas corporativas recomendadas en el ámbito internacional, lo cual hará que a partir de 2001 –fecha de entrada en

<sup>13</sup> Este análisis descansa en Babatz (1997). Ahí hay una descripción más completa de la regulación mexicana al respecto.

<sup>14</sup> Modificaciones a la circular 11-11: 11-11 bis2-8.

vigor— el nivel de revelación de información mejorará la calidad de la transparencia, en cuanto a las acciones empresariales más importantes.

3. Falta de provisión de derechos especiales para las minorías a fin de defenderse de abusos. En México, las minorías no reciben apoyo alguno por parte de la ley, en cuanto a ayudarlos a impugnar las decisiones de los accionistas que detentan el control: No se requiere una proporción mínima de directores externos en la composición del Consejo. Falta un soporte legal para proteger a las minorías que sufren de expropiación. Únicamente los accionistas con 33% o más de los votos pueden denunciar al Comisario, por negligencia u omisión. No existen mecanismos de salida, en caso de no estar de acuerdo con ciertas decisiones.
4. Posibilidad de desviarse de la regla de un voto por acción. A pesar de la prohibición de estas estructuras hasta 1989, eran entonces permitidas con el fin de incentivar la inversión en acciones por parte de extranjeros. La regulación fue establecida de tal forma que el capital sin derecho a voto en manos de extranjeros, no sería considerado como inversión extranjera para fines regulatorios. Sin embargo, la creación de estructuras accionarias duales aumenta potencialmente los incentivos de abuso, porque permite a los accionistas mayoritarios detentar el control, aun con una menor cantidad de recursos invertidos en la empresa. Con este fin fueron permitidos los Certificados de Participación Ordinaria (CPOs), los American Depositary Receipts (ADRs) y los Fondos Neutrales. Además, en 1990 se permitió emitir acciones diferentes a las citadas, con derecho a voto limitado o nulo.

En conclusión, cuando el accionista mayoritario o una coalición mantiene la mayoría absoluta de votos -el caso más común en México- estos accionistas podrán controlar:

- \* Las decisiones de las reuniones de la Asamblea ordinaria
- \* Los temas a discusión
- \* La composición del Consejo de Administración
- \* Las retribuciones a los miembros del Consejo de Administración

- \* La aprobación de gastos corporativos
- \* La política de dividendos

De conformidad con la evidencia presentada por Babatz (1997), comúnmente en las empresas más grandes de México, el Presidente del Consejo también es el Director de la empresa o el accionista mayoritario; así que es muy fácil para el Director expropiar a las minorías.

El problema de conflicto de intereses resulta aún más grave al considerar la posibilidad de mantener el control a un costo «muy bajo», en virtud de que la regulación permite el desvío de un voto por acción y por ende, no es necesario mantener la mayoría del capital para tener el control<sup>15</sup>.

### Conclusiones

Partiendo de la hipótesis de que la labor de intermediación financiera resulta crucial para el crecimiento económico, en este trabajo se buscaron algunas medidas concretas susceptibles de ser instrumentadas en función de incentivar el desarrollo y eficiencia de los mercados financieros y en última instancia, elevar el crecimiento económico. Con este propósito estudiamos la importancia de los derechos de propiedad en el desarrollo de los mercados crediticio y de valores.

Al analizar de la protección a accionistas minoritarios y a acreedores garantizados, encontramos que esta contribuye significativamente al desarrollo de los mercados financieros y estos a su vez con el crecimiento económico. En particular, que un incremento en la capitalización del mercado de valores de 50% del PIB -que se alcanzaría al incluir en el modelo las regulaciones propuestas- podría elevar la tasa de crecimiento anual de largo plazo hasta en un punto porcentual. Por el lado del crédito bancario, un aumento de este en 25% del PIB, que también se alcanzaría al incluir las regulaciones propuestas -podría aumentar la tasa de crecimiento anual de largo plazo hasta en 1.5 puntos porcentuales-. Cabe enfatizar que estos efectos son de largo plazo y por lo tanto es de esperar que pasen años para materializarse.

Las medidas que resultan más importantes para promover el desarrollo del mercado crediticio son la prelación de los

<sup>15</sup> Babatz (1997) encuentra que en México se ha utilizado este recurso para mantener el control con menor capital.

acreedores garantizados en el proceso de disposición de activos, en la quiebra de una empresa, y la de obligar la salida del administrador, al solicitarse la reorganización de la empresa.

Un aspecto negativo de las medidas protectoras a los acreedores garantizados podría surgir si se orilla frecuentemente a la quiebra, a empresas para las que sería óptimo un proceso de reorganización. De ser este el caso tales medidas afectarían negativamente el desarrollo del mercado accionario. Por este motivo se controló este aspecto al analizar los determinantes de dicho mercado. Los resultados indican que la protección a los acreedores garantizados tiene, incluso, un efecto positivo sobre el desarrollo del mercado de valores.

El análisis de los determinantes del desarrollo del mercado crediticio, podría enriquecerse al incluir otros aspectos influyentes en el acceso de las empresas al financiamiento externo y aquéllos también pueden ser promovidos por el Gobierno, tales como los burós de crédito.

En cuanto a la protección de accionistas minoritarios encontramos que las medidas de mayor impacto son: la restricción de un voto por acción, el no permitir el bloqueo de las acciones durante las reuniones de consejo y el contar con mecanismos legales para proteger o defender a los accionistas minoritarios, contra la expropiación.

Al adoptar especificaciones más generales que permitan un efecto diferente de las variables de interés para países con un buen cumplimiento de la legalidad y para el resto, los resultados se mantienen, en el caso de los derechos de los acreedores, pero no para el de los derechos de los accionistas minoritarios. Se encuentra que el efecto es significativo y robusto solo para la restricción de un voto por acción y para los estándares contables. Sobre esta base se obtiene que, en México, el aumento en la capitalización de mercado estaría en un intervalo de 24% a 32% del PIB.

Con lo anterior, se podría alcanzar un aumento en la tasa de crecimiento económico de largo plazo, en un intervalo de 0.4 y 0.6 puntos porcentuales.

Vale enfatizar que estos resultados deben tomarse con cautela ya que, como se mencionó en el documento, las instituciones legales juegan un papel fundamental en este ámbito y su rol posiblemente no se capta en su totalidad en las estimaciones realizadas en este trabajo. Además, cabe mencionar que los cambios regulatorios aquí revisados no son el único camino para mejorar el gobierno corporativo de las empresas emisoras. Para garantizar el mayor éxito, es importante utilizar otras medidas complementarias y adicionales, a las que pueda hacer uso la autoridad competente.

Contrario a lo esperado, se encontró que a pesar de su participación en los mercados financieros internacionales, también las empresas grandes se ven afectadas por el marco regulatorio en cuanto a la protección de derechos en su país. Esto se aprecia tanto en sus niveles de endeudamiento como en sus niveles de emisión de capital.

De acuerdo a lo encontrado con respecto a la importancia de la protección de derechos, el efecto positivo de la apertura financiera se podría ver sumamente limitado cuando no se cuenta con un marco regulatorio adecuado y no se incorporan medidas de apertura en el ámbito de resolución de conflictos legales. Este punto requiere de mayor análisis, así como el de sus implicaciones relativas al impacto del desarrollo de los mercados financieros sobre el crecimiento económico. No obstante, en este trabajo realizamos algunas estimaciones indicativas de que los tratados y acuerdos internacionales que permiten resolución de conflictos fuera de los tribunales nacionales, han tenido un impacto positivo en los flujos de IED a México; el efecto encontrado va de 17% al considerar todos los tratados en su conjunto, a 50% para Canadá y 68% para EE.UU.



## Anexo

### División Mundial por Área Geográfica

América Latina	Asia	Desarrollados	Medio Oriente	África
Argentina	Bangladesh <sup>1</sup>	Alemania	Egipto <sup>12</sup>	Costa de Marfil <sup>1</sup>
Brasil	Corea <sup>6</sup>	Australia <sup>9</sup>	Israel	Kenia <sup>14</sup>
Chile	Filipinas	Austria	Jordania <sup>13</sup>	Marruecos <sup>1</sup>
Colombia <sup>2</sup>	Hong Kong <sup>7</sup>	Bélgica	Pakistán <sup>9</sup>	Nigeria <sup>12</sup>
Ecuador <sup>3</sup>	India	Canadá	Turquía	Sudáfrica <sup>15</sup>
Jamaica <sup>1</sup>	Indonesia	Dinamarca		Zimbawe <sup>12</sup>
México	Malasia	España		
Perú <sup>4</sup>	Singapur	Estados Unidos		
Uruguay <sup>5</sup>	Sri Lanka <sup>8</sup>	Francia		
Venezuela <sup>2</sup>	Tailandia	Finlandia		
	Taiwan <sup>7</sup>	Grecia		
		Holanda		
		Irlanda <sup>10</sup>		
		Italia		
		Japón		
		Luxemburgo <sup>1</sup>		
		Noruega		
		Nueva Zelanda		
		Portugal		
		Reino Unido		
		Suecia		
		Suiza <sup>11</sup>		

<sup>1</sup>No tienen valores para las variables Debtgnp, External, Domestic, Ipospop, Debtcash, Debitsales, Mcapcash y Mcapsales

<sup>2</sup>No tienen valores para las variables Debtcash, Debitsales, Mcapcash y Mcapsales

<sup>3</sup>No tienen valores para las variables Bpy, Mcap, Tvt, Debtgnp, External, Debtcash, Debitsales, Mcapcash y Mcapsales

<sup>4</sup>No tienen valores para las variables Mcap, Debtcash, Debitsales, Mcapcash y Mcapsales

<sup>5</sup>No tienen valores para las variables Bpy, Mcap, Tvt, External, Debtcash, Debitsales, Mcapcash y Mcapsales

<sup>6</sup>No tienen valores para las variables Debtcash y Mcapcash

<sup>7</sup>No tienen valores para la variable Debtgnp

<sup>8</sup>No tienen valores para las variables Bpy, Mcap, Tvt, Debtcash, Debitsales, Mcapcash y Mcapsales

<sup>9</sup>No tienen valores para la variable Ipospop

<sup>10</sup>No tienen valores para las variables Bpy, Mcap y Tvt

<sup>11</sup>No tienen valores para las variables Mcap, Tvt, Debtgnp e Ipospop

<sup>12</sup>No tienen valores para las variables Debtgnp, Ipospop, Debtcash, Debitsales, Mcapcash y Mcapsales

<sup>13</sup>No tienen valores para las variables External, Ipospop, Debtcash, Debitsales, Mcapcash y Mcapsales

<sup>14</sup>No tienen valores para las variables Bpy, Mcap, Tvt, Debtgnp, External, Ipospop, Debtcash, Debitsales, Mcapcash y Mcapsales

<sup>15</sup>No tienen valores para las variables Mcap y Tvt

## Bibliografía

Babatz, G, [1997] *Problemas de Agencia, Estructura de Propiedad y Estructura de Control Bajo Prácticas Laxas de Gobierno Corporativo: El Caso de México*. Universidad de Harvard, Mimeo.

Banco Interamericano de Desarrollo, –BID– [1999] *Reporte para México*.

Barclay, M. y C. Holderness, [1998] *Private Benefits from Control of Public Corporations*. Journal of Financial Economics, 25, 371-395.

Berkowitz, J. y M. White, [1999] *Bankruptcy and Small Firms' Access to Credit*. Mimeo.

Bhattacharya, U., H. Daouk, B. Jorgenson y C.-H. Kehr, [2000] *When an Event is not an Event: The Curious Case of an Emerging Market*. Journal of Finance Economics 55, 69-101.

Claessens, S. S. Djankov, Fan y L. Lang, [1999] *Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from East Asia*. Mimeo.

Dyck, A., [2000] *Ownership Structure, Legal Protections and Corporate Governance*. Annual Bank Conference on Development Economics, World Bank.

Gibson, M, [1999] *Is Corporate Governance Ineffective in Emerging Markets?*. Federal Reserve Board, Finance and Economics Discussion Series, 1999-63.

Gupta, S., H. Davoodi y R. Alonso-Terme, [1998] *Does Corruption Affect Income Inequality and Poverty?*. IMF Working Paper 98/76, mayo.

King, R. y R. Levine, [1993]. *Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right*. Quarterly Journal of Economics, 108, 717-738.

Knack, S. Y P. Keefer, [1996] *Institutions and Economic Performance: Cross-Country Tests Using Alternative Institutions Measures*. Economics and Politics, Vol. 7 (noviembre), No. 3, 207-27.

La Porta, R., F. López de Silanes, A. Shleifer, y R. Vishny, (1999a) *Investor Protection and Corporate Governance*.

\_\_\_\_\_, [1999b] *Corporate Ownership around the World*. Journal of Finance, 54, 471-517.

\_\_\_\_\_, [1999c] *The Quality of Government*. Journal of Law, Economics, and Organization, 15, 222-279.

\_\_\_\_\_, [1998] *Law and Finance*. Journal of Political Economy, 106, 1113-1155.

\_\_\_\_\_, [1997] *Legal Determinants of External Finance*. Journal of Finance 52, 1131-1150.

Levine, R., [1998] *The Legal Environment, Banks, and Long-Run Economic Growth*. Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 30, No. 3, 597-620.

Levine, R., N. Loayza y T. Beck, [1998] *Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes*. Mimeo.

Levine, R. y S. Zervos, [1998] *Stock Markets, Banks, and Economic Growth*. American Economic Review, 88, 537-557.

Malitz, I., [1989] *A Re-Examination of the Wealth Expropriation Hypothesis: The Case of Captive Finance Subsidiaries*. Journal of Finance, 46, 1039-1047.

Mauro, P., [1995] *Corruption and Growth*. The Quarterly Journal of Economics, agosto.

Pulvino, T., [1999] *Effects of Bankruptcy Court Protection on Asset Sales*. Journal of Financial Economics 52, 151-186.

Rajan, R. y L. Zingales, [1996] *Financial Dependence and Growth*. Working Paper 5758, National Bureau of Economics.

Schumpeter, J., [1911] *The Theory of Economic Development*, Cambridge, MA: Harvard University Press.

Shleifer, A. y R. Vishny, [1997] *A Survey of Corporate Governance*. Journal of Finance, 52, 737-783.

Slovin, M. y M. Sushka, [1997] *The Implications of Equity Issuance Decisions within a Parent-Subsidiary Governance Structures*. Journal of Finance, 52, 841-857.

Thorburn, K. S., [1999] *Bankruptcy Auctions: Costs, Debt Recovery, and Firm Survival*. Dartmouth College, mimeo.

\_\_\_\_\_, [1998] *Bankruptcy Auctions: CEO Turnover, Compensation Changes and Firm Performance*. Dartmouth College, mimeo.

White, M., [1996] *The Costs of Corporate Bankruptcy: A U.S.-European comparison, on Corporate Bankruptcy: Economic and Legal Perspectives*. Editado por J. S. Bhandari y L. A. Weiss, Cambridge University Press.