



POSIBLES CAUSAS POR LAS QUE HAY POCAS EMISORAS EN EL MERCADO DE ACCIONES DE MEXICO

Versión Aplicada de la Serie
de Documentos de Trabajo

2018-01



Fundación de Estudios Financieros - Fundef, A.C.

Versión Aplicada de la Serie de Documento de Trabajo 2018-01
FUNDEF - Fundación de Estudios Financieros - Fundef, A.C.
www.fundef.org.mx

Los errores, opiniones, omisiones e imperfecciones son únicamente responsabilidad de los autores y no reflejan el punto de vista ni la visión de FUNDEF o las instituciones donde laboran.

© D. R. 2018, FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS-FUNDEF, A. C.
Camino a Santa Teresa No. 930, CDMX, 10700, México



INTRODUCCIÓN

I.- INTRODUCCIÓN¹

La evolución del Sistema Financiero de nuestro país los últimos quince años se puede describir como una de “convergencia” con los de otros países de nivel de desarrollo similar en lo que se refiere a su tamaño.

Este comportamiento se muestra en algunas variables como en el ahorro financiero, en el tamaño del mercado de financiamiento al sector privado y en la inclusión financiera. En cuanto a intermediarios se aprecia en la evolución de dos de los inversionistas institucionales (Afores y Fondos de Inversión) que han aumentado su nivel de intermediación respecto del PIB.

Sin embargo, el Mercado de Valores ha tenido un comportamiento menos dinámico que el resto del Sistema Financiero. En particular el mercado de acciones se caracteriza por su número reducido de emisoras y su bajo valor de capitalización. En contraste, el mercado de deuda ha tenido una evolución más favorable.

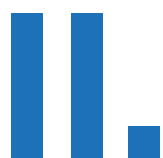
El objetivo de este trabajo es presentar algunos de los factores que influyen en el número de emisoras listadas en el mercado de acciones. De manera concreta se tratan de identificar las posibles causas por las que hay pocas emisoras en México. Se estudian aspectos de mercado, del entorno empresarial y de las etapas previas a que lleguen las empresas al mercado, entre otros.

El trabajo tiene tres líneas temáticas. La primera es una caracterización del Mercado de Valores de nuestro país, su desarrollo comparándolo con el que han tenido otros segmentos del sector financiero y algunos datos que describen la estructura del sector empresarial en México. La segunda es presentar la evolución de la regulación en nuestro país para ubicar donde esta hoy el Mercado.

¹ El capítulo VII de este documento es un resumen no técnico de tres trabajos elaborados por María de las Mercedes Adamuz y José Luis Rivas: “A Multi-Country Comparison of IPO Activity”, “Going Public in Mexico” y “The Performance of Mexican IPOs”. El resto del documento es un análisis realizado por investigadores de FUNDEF.

Resultado de los dos análisis se plantean una serie de hipótesis sobre las razones por las que el Mercado de México puede tener un dinamismo menor que el de otros países.

La tercera línea temática busca explicar el comportamiento de las Ofertas Publicas Iniciales (IPO) de venta de acciones en México desde tres perspectivas: un análisis de una muestra de países que identifica las variables estructurales que justifican las diferencias entre Mercados, una caracterización de empresas que cotizan en Bolsa comparada con otras que no y el desempeño de la acción posterior a su IPO.



**CONVERGENCIA Y DIVERGENCIA
ENTRE SEGMENTOS DEL
SECTOR FINANCIERO**

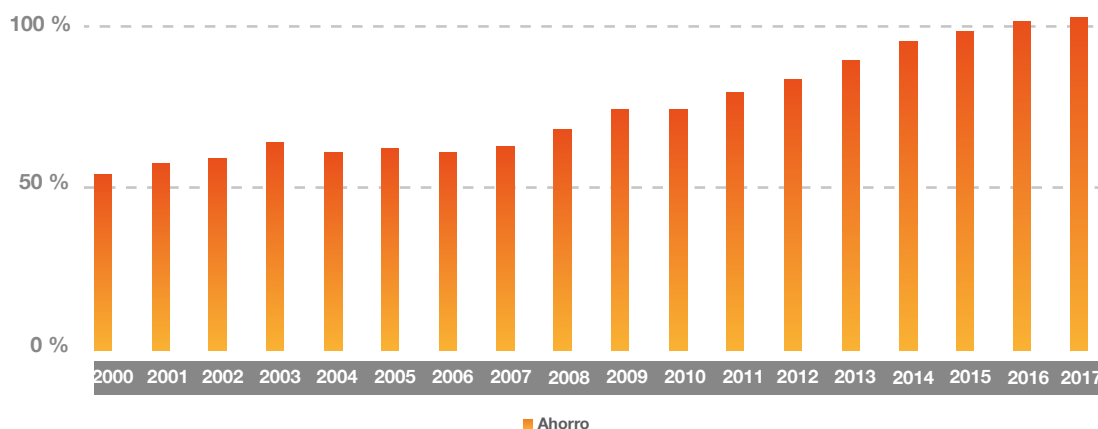
II.- CONVERGENCIA Y DIVERGENCIA ENTRE SEGMENTOS DEL SECTOR FINANCIERO

El punto de partida del análisis es entender la evolución agregada del Sistema Financiero Mexicano y cómo la del Mercado de Valores en su sección de acciones ha sido divergente.

Las variables que describen el tamaño agregado del Sistema Financiero son el volumen de ahorro financiero y de financiamiento a la economía. La

siguiente gráfica muestra la evolución agregada del ahorro financiero. En la gráfica se aprecia cómo ha crecido de manera importante en el periodo. Su composición está diversificada entre intermediarios (Bancos e Inversionistas Institucionales principalmente), por tipos de instrumento y por divisas (hay una parte importante en dólares). El comportamiento del financiamiento es casi idéntico.

**Gráfica II.1 Evolución de Ahorro Financiero
Total de la Economía de México**



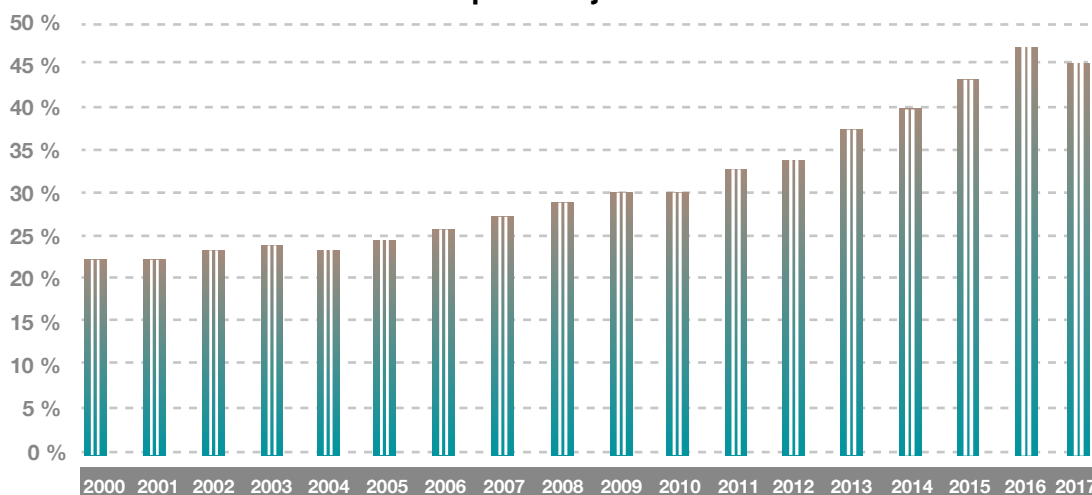
Fuente: elaboración propia con datos de la CNBV. Dato de 2017 a septiembre.

Los datos permiten identificar cómo la intermediación en México se encontraba en niveles bajos y comenzó a crecer a partir de 2007.

A continuación se presenta el análisis de la evolución de algunos indicadores del volumen y de la estructura de intermediación en México para entender el origen de este crecimiento.

La Gráfica II.2 muestra la evolución del financiamiento total al sector privado que incluye interno y externo como porcentaje del PIB. Se aprecia un periodo largo de crecimiento de la profundización financiera medida por esta variable. El proceso de crecimiento del financiamiento empezó a partir de 2004.

Gráfica II.2 Evolución del Financiamiento Total al Sector Privado como porcentaje del PIB



Fuente: elaboración propia con datos de la CNBV. Dato de 2017 a septiembre.

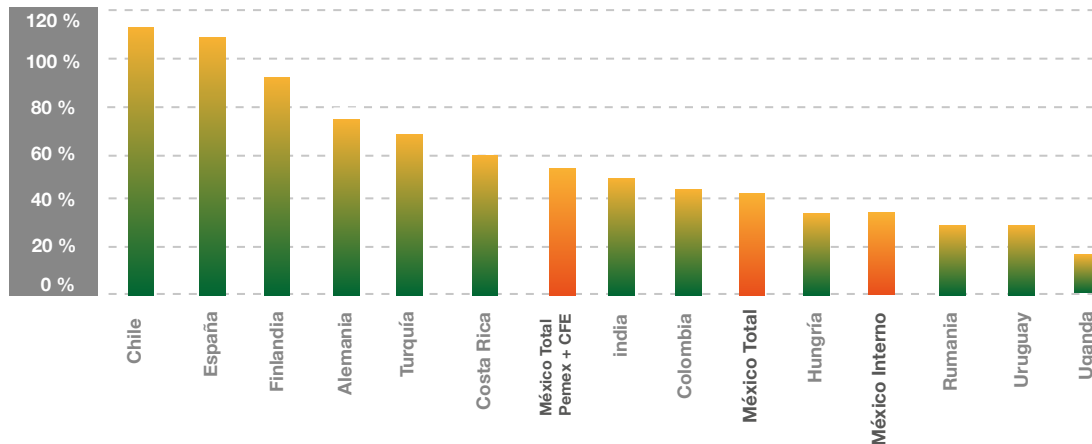
La siguiente gráfica muestra un comparativo en el nivel de financiamiento al sector privado con respecto al de otros países. Para el caso de México se incluyen tres definiciones de financiamiento.

La primera es la más estricta ya que sólo incluye el financiamiento interno al sector privado. La segunda es la que además considera el financiamiento externo al sector privado. Esta sería una definición

de financiamiento total al sector privado. Por último, se presenta una definición que considera que el financiamiento al sector energético y eléctrico que se da a PEMEX y CFE es parte del financiamiento a la actividad productiva del país.

Con el propósito de que la comparación sea más ilustrativa se incluyen países con niveles de profundización similar a los de cada definición.

Gráfica II.3 Distintas Mediciones de Financiamiento al Sector Privado con su Comparativo Internacional en 2015



Fuente: elaboración propia con datos de la CNBV, Inegi y Banco Mundial.

Los datos anteriores muestran que concluir sobre la situación de México en una comparación internacional es sensible a la definición. En el caso del tercer indicador México se ubica en niveles cercanos a los de países que pueden tener un nivel de desarrollo relativamente similar al nuestro.

A continuación se presenta el análisis del financiamiento que se otorga por medio del Mercado de Valores. En esta dimensión hay dos sectores del Sistema Financiero que son demandantes naturales de los valores que se emiten en el Mercado: Afores y Fondos de Inversión.

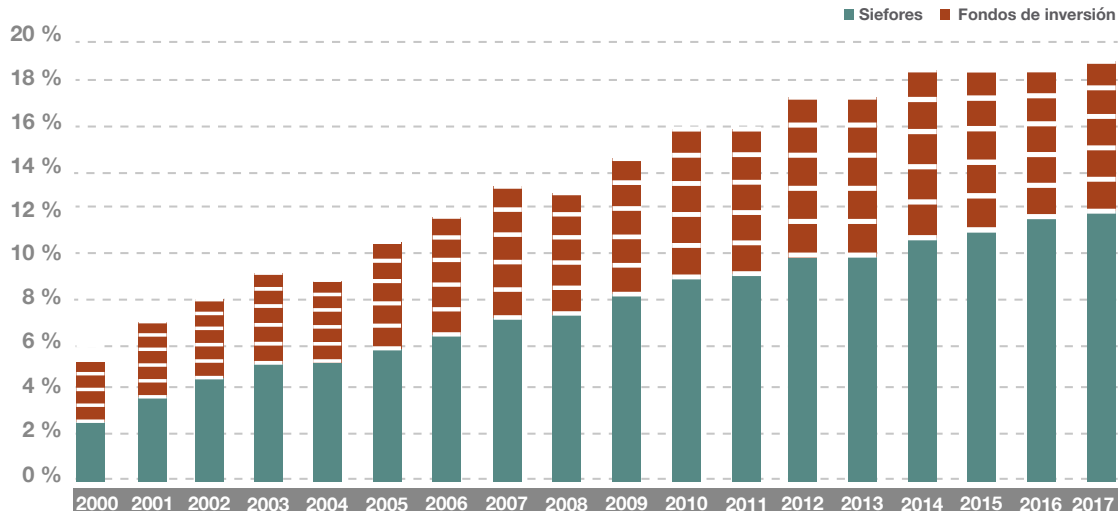
La evolución del primer sector está determinada por las condiciones demográficas de la población y por su marco regulatorio. En la actualidad la

mayor parte de la población está en su etapa laboral activa y por lo tanto contribuyen al Sistema de Pensiones. Esto implica que las aportaciones van llegando de manera más o menos constante y que hay poca salida de recursos. La evolución de las aportaciones está limitada al esquema de ahorro forzoso dado que el ahorro voluntario no ha funcionado por la manera en que está diseñado. Esta característica junto con el rendimiento de los recursos de los trabajadores es lo que explica que este inversionista institucional haya ganado tanta importancia en la intermediación en México.

Por otra parte, los Fondos de Inversión se han convertido en una opción atractiva de ahorro para las familias.

La siguiente gráfica muestra la evolución de ambos vehículos de inversión.

Gráfica II.4 Intermediación de las Afores y los Fondos de Inversión en México como porcentaje del PIB



Fuente: elaboración propia con datos de la CNBV. Dato de 2017 a septiembre.

Se puede apreciar cómo durante el periodo de análisis la trayectoria de crecimiento de ambos intermediarios es más o menos constante, excepto por el año 2008. Cabe señalar, que el mayor volumen de activos de ambos intermediarios se destina a la inversión en deuda gubernamental y no a la inversión en instrumentos de renta variable.

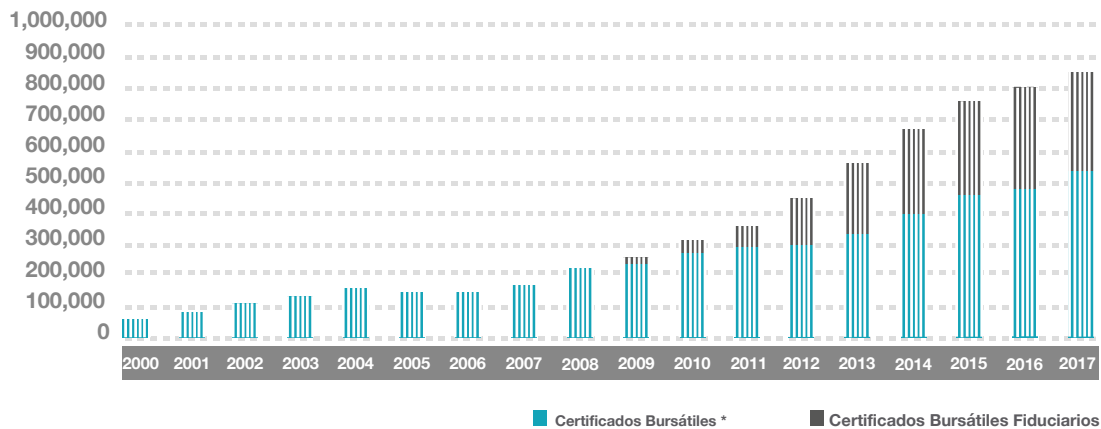
A continuación se presenta el análisis de la emisión de deuda no gubernamental en el Mercado de Valores. Existe información detallada de Certificados Bursátiles y de Certificados Bursátiles Fiduciarios que son principalmente las Fibras y los CKD's. Estos últimos dos tipos de instrumentos se han emitido en el Mercado por un periodo menor a diez años. Su evolución ha sido dinámica y revela que están cubriendo una necesidad de financiamiento al sector privado para la que antes no se tenía un instrumento adecuado.

La Fibra es un esquema que permite a quienes tenían una inversión en inmuebles financiados con capital propio obtener recursos apalancando dichos inmuebles. Su rendimiento está en función del pago de las rentas y del valor del inmueble. Dicho de otra manera, se apalancan activos y se obtienen recursos que se pueden dedicar a nueva inversión inmobiliaria.

Por su parte los CKD's son instrumentos para invertir en activos específicos que se han utilizado de manera flexible financiando actividades diversas. Un ejemplo de las actividades que se están financiando con los CKD's son los fondos de capital de riesgo.

La siguiente gráfica muestra la evolución de los montos en circulación de las emisiones en el mercado de deuda para las dos clases de activos de deuda bursátil durante el periodo de referencia.

**Gráfica II.5 Emisiones de Deuda
(en millones de pesos)**



Fuente: elaboración propia con datos de la CNBV. Dato de 2017 a septiembre.

Por lo que se refiere a los Certificados Bursátiles tradicionales su crecimiento de 2012 a 2017 se explica por el dinamismo del mercado de crédito al sector privado. De hecho esta evolución revela que las empresas siguen teniendo la opción de elegir entre financiarse con deuda bursátil o crédito bancario y que han elegido mantener su mezcla financiera. Por el lado de la oferta, el comportamiento se explica porque las instituciones bancarias tienen capital para respaldar de manera directa la actividad de crédito.

La dinámica anterior se puede explicar por una combinación de factores ligados a la oferta y a la demanda.

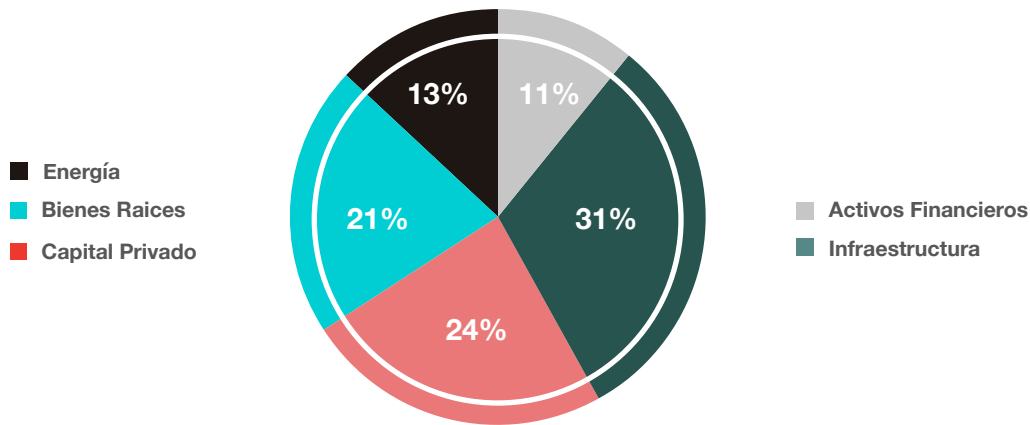
Para CKD's y Fibras hay una necesidad de financiamiento que a diferencia de los acreditados que emiten el Certificado Bursátil tradicional, los bancos no están dispuestos a mantener en su balance. Los recursos disponibles para invertir en esta clase de activos provienen de los inversionistas institucionales.

Resalta el dinamismo de los Certificados Bursátiles Fiduciarios que es el consolidado de los CKD's y las Fibras. Ya en conjunto tienen un volumen similar al de las emisiones de deuda tradicional.

En la siguiente gráfica se presenta la composición de los CKD's emitidos de acuerdo con la actividad que realizan.

* Los Certificados Bursátiles se crearon en la reforma a la ley del Mercado de Valores de 2001. Los montos en circulación de los primeros años que se presentan en la gráfica incluyen otros instrumentos de deuda como papel comercial y obligaciones

Gráfica II.6 CKD's por Actividad



Fuente: elaboración propia con datos de CNBV.

Los datos anteriores revelan que el mercado de CKD's se ha convertido en un vehículo financiero a través del cual los Inversionistas Institucionales pueden financiar a los Fondos de Capital de Riesgo. Estos, a su vez, hacen la labor de financiamiento a actividades productivas en la economía, en particular a empresas con potencial de crecimiento.

Datos de la AMEXCAP muestran que la industria de capital de riesgo ha venido creciendo de manera acelerada. El promedio de crecimiento anual los últimos diez años fue de 15.25%.

Esta industria la integran 177 administradores de fondos que están activos. El número es 7 veces el que se tenía al inicio de 2005.

Sus datos muestran que de un total de 2,045 transacciones, 269 se hicieron en 2016 y 140 en 2017. Por lo que respecta al flujo en estos dos años se reportan 74 salidas.

Respecto de las salidas en el siguiente esquema se presentan las ofertas públicas iniciales en el Mercado de Valores de México clasificadas por su origen. Los IPO respaldados por los intermediarios de capital de riesgo son minoría.

Relacionado con lo anterior y por la naturaleza de la inversión en los CKD'S de Capital de Riesgo será muy importante que se den las desinversiones en los calendarios planteados en los prospectos. Si no se realizan en tiempo se puede llegar a frenar la dinámica de crecimiento de estos instrumentos.

Esquema II.1 Ofertas Publicas Iniciales en México 2011-2017

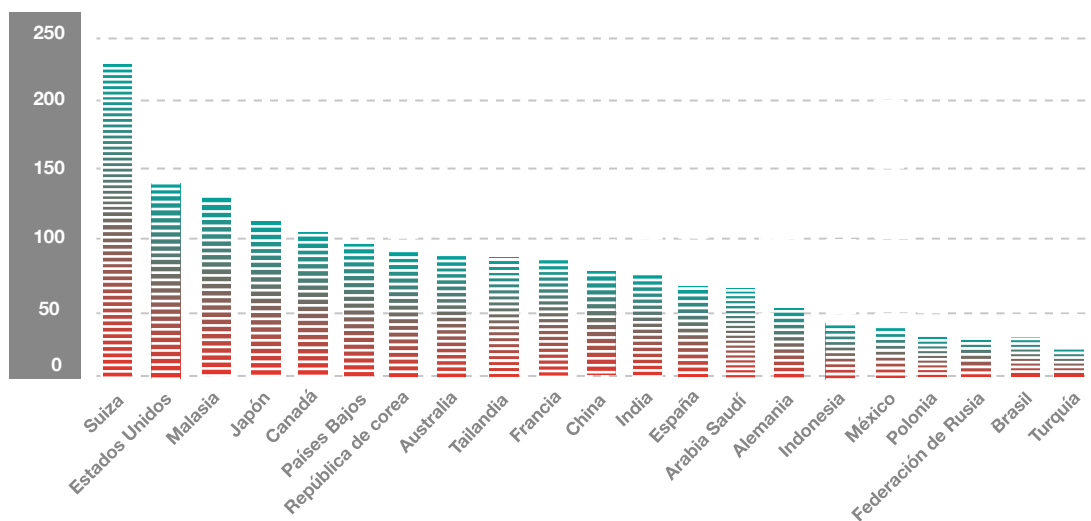


En síntesis, hay recursos disponibles para el sector de capital de riesgo que se están invirtiendo en empresas en etapa de crecimiento y que pueden llegar a convertirse en emisoras de acciones. La innovación financiera de los CKD's en el tiempo puede ser un factor de desarrollo institucional de la economía que ayude a tener un efecto tipo "spill over" en nuestro Mercado de Valores. El factor de riesgo que puede limitar su crecimiento es el que se comentó en el párrafo anterior.

Por lo que respecta a la evolución del Mercado de acciones ésta ha sido distinta a la del resto del Sistema y se puede calificar como con falta de dinamismo

En la siguiente gráfica se presenta un comparativo del valor de capitalización de las principales Bolsas del Mundo medido como porcentaje del PIB. Se aprecia que el Mercado de México es pequeño en comparación con el de otros países.

Gráfica II.7 Tamaño del Mercado de Valores en 2015



Fuente: elaboración propia con información del Banco Mundial.

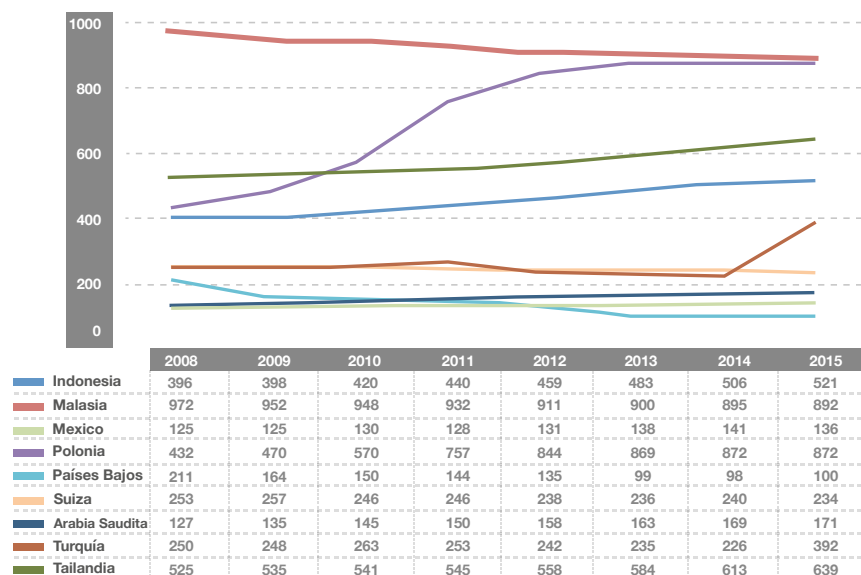
Como se muestra en la Gráfica II.7, México tiene uno de los valores de capitalización de mercado más bajos dentro de las principales economías del Mundo (35% del PIB). El tamaño y dinamismo de la economía mexicana simplemente no corresponden con el tamaño de la Bolsa Mexicana de Valores.

Otro indicador que es relevante es el número de emisoras. La principal explicación por la que el

mercado de México es pequeño es que el número de emisoras también es reducido. El fenómeno se explica por las escasas salidas a Bolsa de nuevas emisoras.

A finales del 2015 había 136 empresas nacionales y 7 emisoras extranjeras cotizando en el Mercado Mexicano de renta variable. Este número se encuentra por debajo del de muchos países con un nivel de PIB menor.

Gráfica II.8 Número de Emisoras Comparativo entre Países en Desarrollo



Fuente: elaboración propia con información de World Federation of Exchanges

En resumen, la información que se presentó al inicio de esta sección revela que el Sistema Financiero de México ha pasado los últimos quince años por un período de expansión y de desarrollo. En esta dinámica ha participado el Mercado

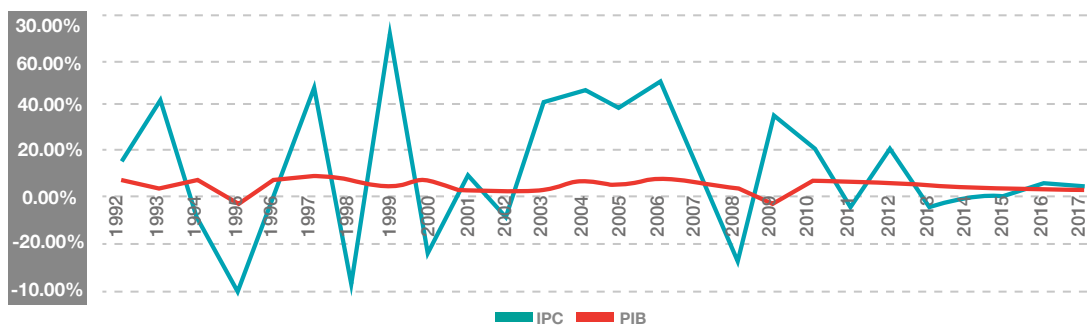
de Valores en su su parte de deuda. El Mercado de Valores en la parte de acciones se encuentra rezagado. Por lo tanto, se confirma la hipótesis de que el Mercado de Valores de México tiene un comportamiento divergente del que ha tenido el resto del Sistema Financiero.

La evolución favorable de la economía de México con un período largo de crecimiento económico en parte se puede explicar por el aumento en la profundización del Sistema Financiero. Sin embargo, no se puede vincular con lo que ha sucedido en el Mercado de Valores. Es decir, a pesar del crecimiento económico no se ha dado una entrada importante de emisoras al Mercado.

Para reforzar el argumento anterior

a continuación se presenta evidencia comparativa de cómo han evolucionado el Índice de Precios y Cotizaciones de la Bolsa (IPC) y la economía de México. No se aprecia simetría entre ambos comportamientos. La economía de México ha evolucionado creciendo a tasas moderadas pero estables. Por su parte, se aprecia mucha volatilidad en el rendimiento real del IPC. Es hasta los últimos años cuando se observa un comportamiento similar entre ambas variables.

**Gráfica II.9 Evolución de la Economía y de la Bolsa
Tasa Real de Crecimiento**



Fuente: elaboración propia con datos de la BMV y el INEGI

Para profundizar en el análisis, se calculó un índice base 100 para el IPC y otro para la economía resultando que el primero ha crecido mucho más que el segundo a pesar de mantenerse pequeño el tamaño del Mercado. Dado el reducido número de emisoras y de pocas nuevas empresas el valor de capitalización de la Bolsa de México no ha estado ligado al crecimiento de la actividad económica del país sino al comportamiento de las principales emisoras que es un grupo homogéneo de empresas grandes.

En conclusión, la realidad que se presentó en este capítulo permite plantear la pregunta: ¿qué factores pueden afectar el hecho de que las empresas no tomen como opción de financiamiento emitir acciones en el Mercado de Valores?

En el resto de este trabajo se identificarán algunos de estos factores. Dado que este fenómeno es de naturaleza multifactorial no se podrá dar una contestación única.



**LA ESTRUCTURA DEL
SECTOR EMPRESARIAL
EN MEXICO**

III.- LA ESTRUCTURA DEL SECTOR EMPRESARIAL EN MÉXICO

En este capítulo se presenta evidencia que permite entender la estructura del segmento de las empresas de mayor tamaño que operan en México.

El análisis de esta sección se hizo a partir de la información que se obtuvo de una explotación de la base de datos de las 500 de Expansión en su edición de 2017.

El punto de partida del análisis es entender el tamaño relativo de las empresas de la base de datos. Se utilizaron dos variables

de tamaño. La primera es el monto de sus ventas y la segunda el número de empleados.

Se dividió a las empresas en grupos de 50 de mayor a menor tamaño. Se calculó el valor de la media de cada variable para cada grupo. A continuación se presenta una tabla con el promedio de ventas (en millones de pesos) y del número de empleados para cada intervalo.

Tabla III. 1 Tamaño de las Empresas de la Base de las 500 de Expansión

Ranking	Ventas	Empleo	Ranking	Ventas	Empleo
1-50	186,934	52,369	251-300	8,341	4,557
51-100	42,595	17,905	301-350	6,247	1,821
101-150	24,743	7,615	351-400	4,611	3,867
151-200	16,760	5,533	401-450	3,476	2,719
201-250	11,456	4,499	451-500	2,544	1,785

Fuente: elaboración propia con datos de Expansión.

Dado el tamaño promedio de empresa que se presentó en la Tabla III.1 todas cumplen con los requisitos de listado como tamaño mínimo de capital.

En dicha tabla se aprecia la gran diferencia de tamaño en las ventas entre el primer y el segundo grupo de 50. A partir del lugar 250 la caída en el tamaño promedio va siendo proporcionalmente menor.

Para la variable de empleo el comportamiento es similar. La brecha entre empresas también es grande. Resalta el caso del rango del 301 al 350 en el que hay varias empresas

chicas con un número de empleados tal que reducen el valor promedio.

Se hizo una segunda segmentación de la base para las 50 empresas de mayor tamaño dividiéndola en grupos de 10. En la Tabla III.2 se presenta la información.

Se aprecia que dentro del grupo de las 50 empresas de mayor tamaño la dispersión en ventas y en empleo también es significativa.

Este dato es un reflejo de la concentración que hay en la actividad económica en México.

Tabla III. 2 Tamaño de las 50 Empresas de mayor tamaño de la Base de las 500 de Expansión

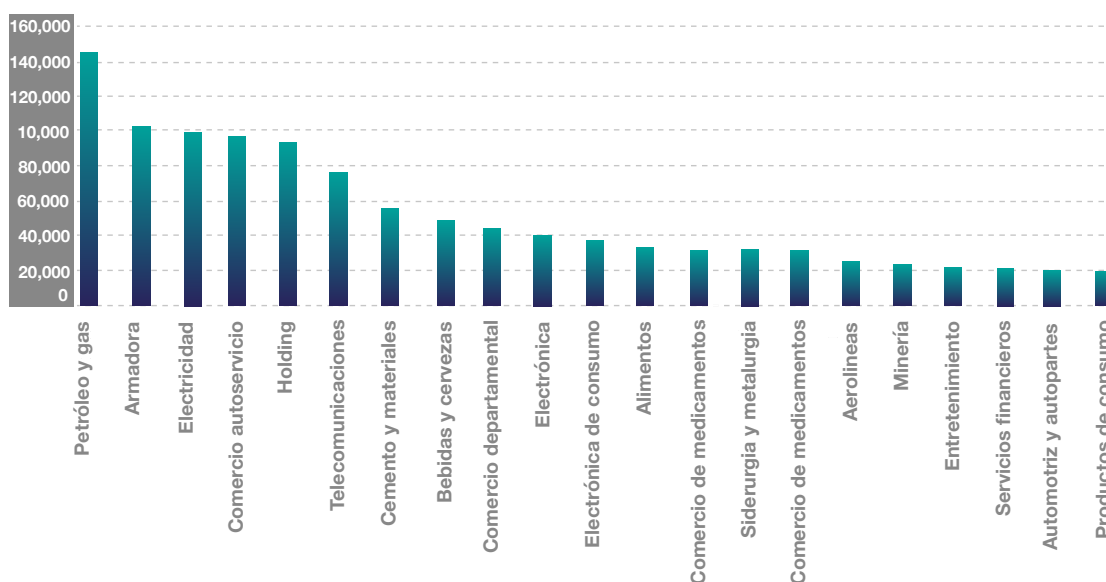
Ranking	Ventas	Empleo
1-10	473,071	116,448
11-20	173,178	49,158
21-30	116,435	29,037
31-40	96,515	40,405
41-50	75,472	21,363

Fuente: elaboración propia con datos de Expansión.

A continuación se busca entender el comportamiento de las empresas por sector de la actividad económica. En la siguiente

gráfica se presenta el tamaño promedio de las empresas por sector de acuerdo con el monto promedio de sus ventas.

Gráfica III. 1 Tamaño Promedio de la Empresa a Nivel de Sector: Ventas (Millones de pesos)



Fuente: elaboración propia con datos de Expansión.

Hay diferencias importantes en el tamaño promedio de la empresa de cada sector. Los cinco sectores con mayor tamaño promedio de empresa son industrias en las que se puede identificar a las compañías que participan porque son nombres conocidos y además son de las empresas de mayor tamaño en México. En este grupo se incluye a las empresas de petróleo y gas, electricidad, armadoras

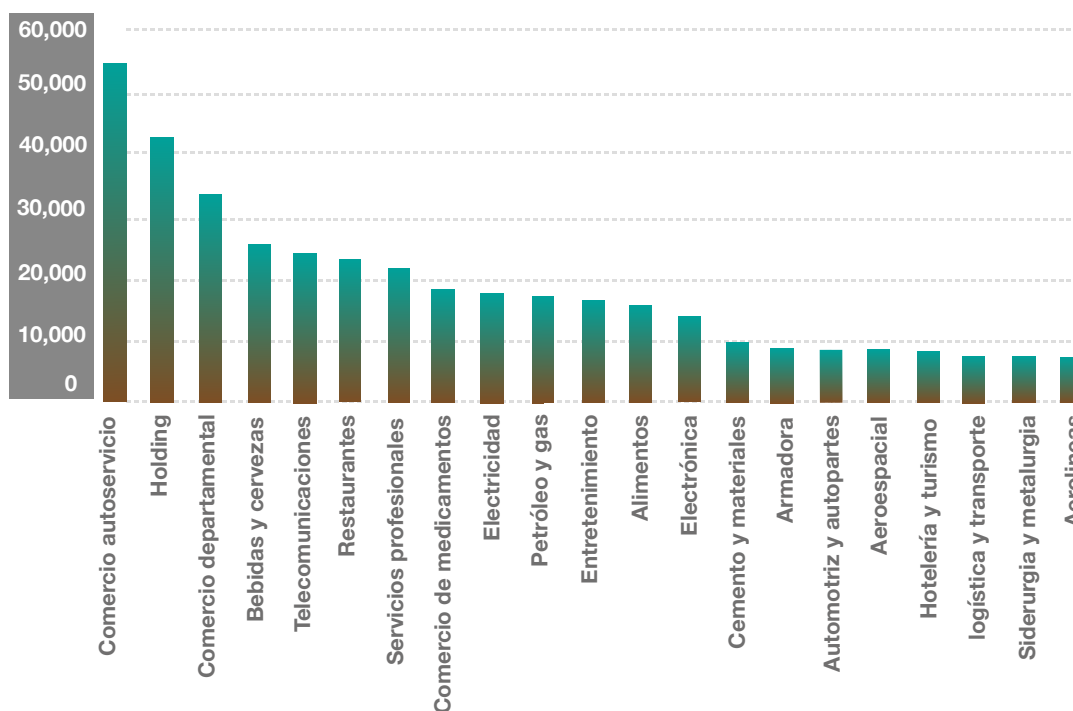
automotrices, comercio de autoservicio y telecomunicaciones.

Al sector de Holding no se le consideró porque incluye a conglomerados que están en diversas ramas de la actividad económica y por lo tanto sus características de tamaño por ventas y empleo no se pueden vincular con una actividad en particular.

² Industrias no incluidas en III.1 con ventas promedio menores a 20,000 mdp: Química y petroquímica, Tabaco, Materiales para la construcción, Infraestructura de transportes, Servicios aeroportuarios, Equipo eléctrico, Envases para la industria, Comercio especializado, Restaurantes, Seguros y fianzas, Servicios educativos, Construcción, Tecnología diversificada, Vidrio y envases, Papel y cartón, Hotelería y turismo, Suplementos alimenticios, Logística y transporte, Productos Cerámicos, Servicios de salud, Química farmacéutica, Juegos y sorteos, Desarrolladora de vivienda, Agroindustria, Accesorios para baños, Aeroespacial, Cuidado personal, Confitería y chocolates, Maquinaria y equipo, Aflore, Computación y servicios, Servicios inmobiliarios, Servicios profesionales, Servicios básicos

En la siguiente gráfica se muestra la misma variable de empleo como la variable relevante de división sectorial pero considerando al tamaño.

Gráfica III. 2 Tamaño Promedio de la Empresa a Nivel de Sector: Empleo



Fuente: elaboración propia con datos de Expansión.

Destaca en la gráfica que de los sectores de mayor tamaño por ventas hay tres que no son tan relevantes en tamaño por número de empleados: petróleo y gas, electricidad y armadoras automotrices. El sector comercio es el que tiene un mayor tamaño de acuerdo con la variable de empleo. Lo anterior se explica por ser una actividad intensiva en mano de obra.

El siguiente análisis es el que considera el tamaño de las empresas por el origen

del capital. Lo que se aprecia es que las empresas de capital nacional y de capital extranjero son la mayoría. El número en ambos grupos es similar. Las empresas que son propiedad del Gobierno son una minoría.

A continuación se presenta el monto promedio de ventas y empleo para cada uno de estos grupos.

³ Industrias no incluidas en III.2 con empleo promedio menor a 5000: Servicios financieros, Servicios básicos, Comercio especializado, Papel y cartón, Productos de consumo, Computación y servicios, Confeitería y chocolates, Cuidado personal, Servicios de salud, Maquinaria y equipo, Minería, Desarrolladora de vivienda, Suplementos alimenticios, Química y petroquímica, Juegos y sorteos, Construcción, Agroindustria, Tecnología diversificada, Infraestructura de transportes, Accesorios para baños, Tabaco, Química farmacéutica, Seguros y fianzas, Servicios aeroportuarios, Servicios inmobiliarios, Servicios educativos, Afore, Envases para la industria, Equipo eléctrico, Materiales para la Construcción, Vidrio y Envases, Productos Cerámicos, Electrónica de Consumo

Tabla III.3 Tamaño de las Empresas por Origen del Capital de las 500 de Expansión

	Numero de empresas	Promedio Ventas	Promedio Empleo
Extranjeras	221	26,470	7,596
Gobierno	25	73,533	12,937
Nacional Privada	254	30,304	13,473

Fuente: elaboración propia con datos de Expansión.

La información del cuadro anterior revela que el tamaño de la empresa promedio de Gobierno es mucho mayor a la del sector privado nacional y extranjero. Este dato se explica porque incluyen a PEMEX y a CFE que tienen un tamaño relativo mayor al del resto de las empresas del Gobierno.

El tamaño promedio de las ventas de las empresas extranjeras y de las de capital nacional es similar, pero su estructura de empleo es distinta. Es decir, venden parecido pero las extranjeras tienen menos empleados.

Una explicación de este fenómeno puede ser que las industrias en las que participan los extranjeros tienen un menor nivel de empleo promedio. Otra puede ser que son

empresas con menos personal por estar ligadas a la exportación y/o por estar más tecnificadas.

Por último, las empresas del Gobierno y de capital nacional se parecen en tamaño por número de empleados.

En la Tabla III.4 se presenta para cada una de las tres categorías de origen de capital cuantas cotizan y cuantas no cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores. Se busca identificar si hay algún aspecto cualitativo común que pueda caracterizar el comportamiento de estas empresas.

Tabla III.4 Empresas que cotizan y no en Bolsa por Origen del Capital de las 500 de Expansión

	Si	No
Extranjeras	4	217
Gobierno	0	24
Nacionales Privadas	87	168

Fuente: elaboración propia con datos de Expansión.

Se aprecia que la participación en Bolsa de dos de los grupos de empresas es prácticamente nula: empresas propiedad del Gobierno y empresas Extranjeras.

Los datos hacen evidente la política pública del Gobierno de México: no obtener financiamiento por la vía de capital la cual implicaría tener accionistas minoritarios. Dado que los sectores de electricidad y petróleo eran monopolios del Gobierno la estructura de propiedad se volvió una limitante estructural al tamaño del Mercado de Valores ya que impedía el flujo de financiamiento a empresas y proyectos en estos sectores.

La Reforma Energética puede ser el inicio de una etapa en la que se revierta la situación anterior y que lleve a que estos dos sectores se vuelvan demandantes importantes de financiamiento por la vía del Mercado de Valores.

Cabe señalar, que aunque las empresas

del Gobierno no participan con emisión de acciones en los mercados financieros si se les identifica como participantes relevantes con emisiones de deuda. Ejemplos además de PEMEX y CFE son los bancos de desarrollo, FIRA y el Infonavit.

Las empresas de capital extranjero realmente no participan con emisión de acciones en el Mercado de Valores. Las empresas que si cotizan son sólo 4 de 221 lo que es un porcentaje ligeramente menor al 2%. También son pocos los casos en los que las empresas de este grupo emiten certificados bursátiles.

Se puede argumentar que las empresas que vienen a establecer una operación manufacturera, comercial o de servicios a México lo hacen por una cuestión ligada a la oportunidad de mercado o a un tema de logística y no por una necesidad de capital.

Tres de los cuatro casos de participación

de empresas de propiedad extranjera en el Mercado de México son: Walmart, Banco Santander y OHL.

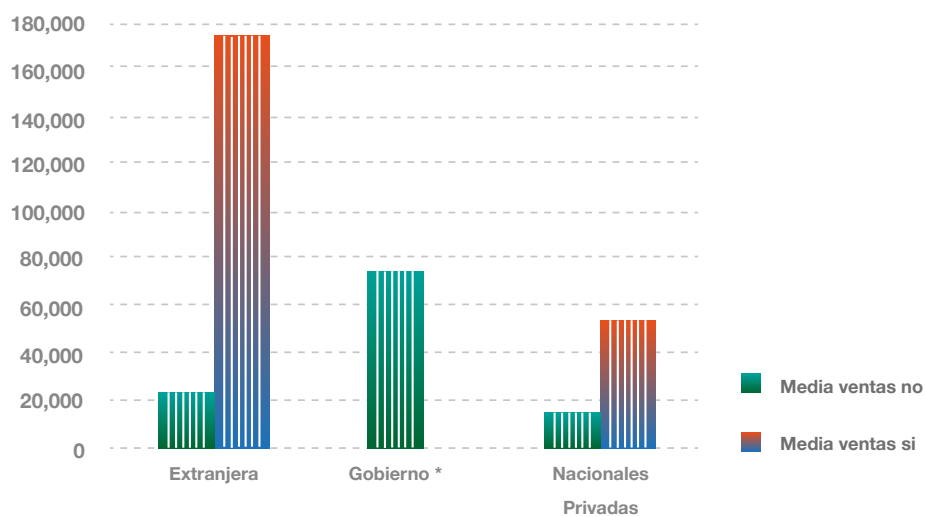
El primer caso es por herencia. Cifra era una empresa mexicana que cotizaba en Bolsa que fue adquirida por un corporativo extranjero que hoy tiene el control pero no la propiedad de la totalidad de las acciones. La decisión del nuevo accionista de control fue mantener la empresa listada en la BMV. Esta es una definición que contrasta con la de casi todas las adquisiciones similares en las que como parte del proceso de compra se deslistan a las empresas adquiridas. Algunos ejemplos emblemáticos de esta conducta son los de las instituciones financieras (Bancomer y Banamex) y el caso reciente de Modelo.

En el caso de Banco Santander la decisión de listarse en México tuvo como antecedente una decisión previa de listar en Brasil su operación de aquel país.

Por lo que respecta al caso de las empresas de capital nacional lo que se observa es que las que están en Bolsa son un porcentaje significativo que equivale a poco más de un tercio del total de este grupo

A continuación se presenta la información de las características de los grupos de empresas por su tamaño promedio de ventas y dividiendo cada bloque entre las que participan en el Mercado y las que no lo hacen.

Gráfica III.3 Ventas Promedio de Empresa que Cotizan y que no Cotizan (en millones de pesos)



Fuente: elaboración propia con datos de Expansión.

* No hay Empresas de Gobierno que cotizan en el Mercado

Se aprecia que las empresas que están en la Bolsa son en promedio de mayor tamaño que las que no están listadas. Cuando se considera la información de tamaño medido por empleo se observa un comportamiento similar.

Las dos terceras partes de las empresas grandes de capital nacional que no cotizan en la Bolsa en su momento tomaron la decisión de no utilizar esta fuente de financiamiento.

Hay varias explicaciones probables del comportamiento anterior. La primera es que las empresas que no están en Bolsa son demasiado pequeñas para cotizar. Este argumento no es correcto ya que por su tamaño cumplen con los requisitos para tener acciones listadas en la Bolsa.

Otra alternativa es que se trata de empresas maduras, bien establecidas en su mercado, que no tienen mucha competencia y además ya no tienen tantas oportunidades de crecimiento y/o expansión. Para empresas que ya no tienen expectativas de crecimiento no hace sentido emitir acciones en el Mercado de Valores para financiar su operación.

El análisis previo permite plantear ciertas conclusiones sobre la estructura del sector de las empresas más grandes de México. Por sus características de tamaño debería ser natural que estuviera la gran mayoría cotizando sus acciones en el Mercado de Valores. Para ninguna empresa de la base de datos se puede argumentar que hay una barrera a la entrada a cotizar acciones en el Mercado que sea relevante en términos de costo. Sin embargo, la estructura de propiedad y otros factores determinan comportamientos diferenciados.

Hay un primer grupo de empresas que son las del Gobierno que por su actividad, por su marco legal y por definiciones de política pública no van a vender parte de su capital en el Mercado de Valores.

Cabe señalar que esta no es la visión de Gobiernos en otras partes del Mundo. En la Tabla III.5 se muestra una lista con algunos de los IPO que se hicieron entre 2005 y 2012 de empresas que eran propiedad del Estado.

Tabla III.5 Emisiones de Empresas del Estado
2005-2012

Empresa	Sector	Año	Empresa	Sector	Año
Banco Agrícola de China	Bancario	2010	Rosneft	Petróleo y Gas	2005
Banco de China	Bancario	2006	VTB GROUP	Finanzas	2007
Da - ichi	Seguros	2010	Compañía Estatal de Construcción de China	Infraestructura	2009

Fuente: *The Economist*

Hay un segundo grupo de empresas que son las de capital extranjero. Su estructura operativa y financiera no considera como parte de su estrategia emitir acciones en México. Es decir, el conseguir financiamiento no es parte de la razón por la que invierten en un país como el nuestro. Cuando estas empresas necesitan recursos hay otras formas de financiamiento como es el crédito bancario.

La siguiente categoría es la de empresas nacionales que no cotizan. Buena parte de éstas son empresas maduras que han llegado a su tamaño actual con un esquema de financiamiento que no ha necesitado de emitir acciones en el Mercado. La característica de que hoy no son empresas con perspectivas de expansión importantes hace que sus necesidades financieras las puedan cubrir sin emitir acciones en el Mercado.

Dada la realidad anterior la pregunta relevante es ¿por qué se da este comportamiento? El marco teórico de referencia es el de Myers and Majluf (1984) que argumentan que cuando las empresas necesitan de recursos financieros hay una jerarquización de las fuentes de financiamiento. En primer lugar usan las utilidades retenidas, en segundo lugar utilizan el endeudamiento (primero el bancario y luego el de Mercado) y en último lugar la emisión de acciones.

El marco teórico anterior permite argumentar que la emisión de acciones se

da en un escenario en el que ya se agotaron otras fuentes de financiamiento y las empresas siguen teniendo oportunidades de inversión que en caso de no hacerse las perderían.

Como complementario al argumento anterior se puede considerar lo que Rajan and Zingales (1998) sostienen respecto de que al Mercado de Valores acuden las empresas con alto potencial de crecimiento cuando sus flujos operativos no le son suficientes para financiar su inversión, es decir cuando tienen un déficit financiero estructural.

Argumentan que en países con mercados financieros no tan desarrollados cuando las empresas ya están consolidadas sin haber acudido a emitir acciones en el Mercado, en una etapa posterior no lo van a hacer. La explicación es que sus oportunidades de crecimiento las pueden financiar con utilidades retenidas y/o con endeudamiento.

En síntesis, las características de las empresas de la base de Expansión revelan algunos factores que explican el porque no está llegando un mayor número de emisoras de acciones al Mercado de Valores.

IV. ¿QUÉ CARACTERÍSTICAS TIENE UN MERCADO DE VALORES DESARROLLADO SEGÚN LA LITERATURA ECONÓMICA?

IV.- ¿QUÉ CARACTERÍSTICAS TIENE UN MERCADO DE VALORES DESARROLLADO SEGÚN LA LITERATURA ECONÓMICA?

La evidencia que se presentó en los capítulos anteriores muestra que el Sistema Financiero de México está en un proceso de aumento en la profundización en el que el Mercado de Valores en su segmento de acciones no ha formado parte de la dinámica.

En este capítulo se hace una revisión de la literatura en la que se esbozan los factores que explican las condiciones para que el Mercado de Valores de un país crezca y se desarrolle.

De la Torre, et al (2007) estudian como en los 80's y 90's después de los procesos de reforma en las economías emergentes hubo un aumento en el valor de capitalización y en la actividad de compra y venta en sus Mercados de Valores.

Las reformas que estudiaron incluyen

las modificaciones a reglas de la micro estructura de mercado como la liberalización, la mejora de sistemas de compensación y liquidación de valores y el desarrollo de un marco regulatorio y de supervisión robusto. Las reformas anteriores se complementaron con otras condiciones que incluían la estabilidad macro, la privatización y el desarrollo de los fondos de pensiones privados.

En el caso de México muchas de las reformas que analizan los autores se hicieron (liberalización, compra-venta electrónica, privatizaciones, estabilidad económica, etc.) pero el tamaño de nuestro mercado no lo reflejó.

La conclusión es que si bien dos precondiciones para tener mercados desarrollados son una buena micro estructura y la estabilidad macro, éstas

son necesarias pero no suficientes para lograrlo. A continuación se presenta una revisión de Literatura sobre aspectos adicionales que son relevantes para tener mercados desarrollados.

Demirguc-Kunt, et al (1999) presentan evidencia sobre el desarrollo de los sistemas financieros y concluyen que bancos, mercados y otros intermediarios se desarrollan más cuando el país tiene un mayor nivel de PIB per capita.

El resultado anterior es importante porque define una siguiente condición para que los mercados financieros sean más profundos y es el nivel de riqueza de los países medido por el PIB per capita. En promedio los países ricos tienden a tener Sistemas Financieros y Mercados de Valores más desarrollados por ese simple hecho. Los países pobres en promedio tienen una profundización financiera baja.

La evidencia anterior permite argumentar que México si tiene un problema debido a que a pesar de ser un país de nivel de ingreso medio tiene un Mercado que es pequeño cuando se compara con los países de nivel de desarrollo económico similar.

Sobre si la estructura del Sistema Financiero importa para el desarrollo de los mercados de capitales, Levine (2002) plantea una visión que llama de "Desarrollo del Sistema". El autor argumenta que la composición y peso de la parte bancaria

vs. la de mercado no es relevante. Lo importante es el entorno en el que ambos operan para lograr la mayor intermediación posible. La característica fundamental del entorno para lograr un funcionamiento adecuado del Sistema Financiero es que opere dentro de un buen "Estado de Derecho".

A continuación se presenta literatura relacionada con la importancia de tener buenas reglas y una buena aplicación de ellas para fomentar el desarrollo del Sistema Financiero.

Laporta, et al (1998) estudian para una muestra de 49 países el tipo de reglas que tienen en sus leyes del Mercado de Valores, Leyes Corporativas y Leyes de Quiebras. Definen cinco buenos derechos de inversionistas minoritarios, cuatro de acreedores y construyen dos índices por país.

Los 49 países los agrupan en cuatro familias de origen legal. Encuentran que los países de "Common Law" tienen mejores derechos para los inversionistas minoritarios (Índice promedio de 4.0) que el resto. Algo similar sucede para los derechos de los acreedores (Índice promedio de 3.11). El grupo de peor protección es el de "Civil Law" de origen francés que tiene un promedio de 2.33 y 1.58 respectivamente.

Laporta, et al (1997) presentan evidencia

que hay una relación positiva entre el nivel de protección a los inversionistas y el tamaño del Mercado de Valores. Existe el mismo tipo de relación entre el tamaño del mercado de crédito y la protección a los acreedores. Además encuentran que el componente de aplicación de la Ley también es importante.

Por lo tanto, tener un sistema judicial que funcione bien es una de las instituciones necesarias para el desarrollo de la economía y del Sistema Financiero.

Los argumentos de los artículos anteriores permiten concluir que hay dos precondiciones adicionales para tener Mercados de Valores desarrollados que son: nivel de riqueza de la economía y Estado de Derecho.

La narrativa para el caso de México es que a pesar de que se hicieron muchos de los cambios que se mencionan en De la Torre, et al (2007) y que es un país de nivel de ingreso medio con estabilidad macro si hay un factor que ha afectado el desarrollo de nuestro Mercado y es el débil entorno legal.

Los índices que se reportan en Laporta, et al (1998) para el caso de México tienen un valor de 1 y 0 respectivamente. Es decir, en los 90's el nivel de protección de derechos de acreedores e inversionistas minoritarios en México era muy bajo.

Chong, et al (2009) documentan para el caso

de México que mejores reglas de gobierno corporativo a nivel empresa están relacionadas con mayores valuaciones proporcionando evidencia de que las reglas si importan.

Es decir, el débil Estado de Derecho en México explica parcialmente porque se ha dado la evolución histórica de falta de convergencia del Mercado de Valores de México.

Hay otras características específicas de oferta y de demanda de valores que se identificaron que también son relevantes. Las precondiciones iniciales junto con algunas de las específicas son las que finalmente influyen en tener un Mercado desarrollado y profundo.

A continuación se presentan algunas de las condiciones específicas más relevantes. En primer lugar se comentan las que tienen que ver con la demanda de valores. En esta dimensión se puede identificar la literatura relacionada con la calidad de la regulación, su aplicación y la confianza.

En cuanto al tipo de regulación que determina el desarrollo del Mercado de Valores La Porta, et al (2006) contrastan tres hipótesis. Concluyen que el proceso de desarrollo de un Mercado de Valores no se da si se deja a "la Mano Invisible" y el Estado no interviene. Dicho de otra forma, si es relevante tener buenas leyes que corrijan las principales fallas de mercado.

Dentro de los aspectos importantes a

regular esta que los inversionistas tengan una suficiente revelación de información y definir esquemas adecuados de responsabilidad legal. Sus resultados revelan que hay que regular el problema de agencia (i.e. conflictos de interés) que surge de la relación entre los accionistas de control y los minoritarios.

Un ejemplo concreto es la evidencia de Djankov, et al (2008) respecto de que una buena regulación para transacciones con partes relacionadas puede evitar que los accionistas de control obtengan beneficios “expropiando” riqueza al resto de los accionistas.

Otro ejemplo es facilitar el ejercicio de la acción legal a los accionistas minoritarios cuando son afectados. Estos deben poder demandar en caso de un perjuicio.

El conjunto de buenas regulaciones facilita el crecimiento y el desarrollo de los mercados de capitales.

Si bien es un hecho que el marco legal debe ser completo, esta visión no implica que más regulación es mejor. Hay que tener la regulación correcta y no sobre regular porque esta práctica es dañina para el Mercado.

El siguiente tema de análisis es la estructura de supervisión. Algunos autores sostienen que basta con tener un marco legal adecuado. Hay otro grupo que argumenta que además se necesita de una agencia

supervisora fuerte que se encargue de lograr una efectiva aplicación de la Ley.

Jackson, et al (2009) argumentan que tener una Autoridad que aplique la ley y se encargue de la vigilancia del mercado es complementaria al régimen de revelación de información, de definición de responsabilidades y de resolución de controversias por litigio. Ambas variables son complementarias y están correlacionadas con un Mercado de Valores más profundo.

Un ejemplo de como funciona el marco legal junto con las facultades de la Autoridad en el caso de Estados Unidos es el de General Electric. La SEC y el Departamento de Justicia de Estados Unidos estan haciendo una investigación sobre las prácticas contables en la empresa relativas a partidas extraordinarias en resultados.²

Otro elemento que es importante en el desarrollo del Mercado es el que tiene que ver con la confianza y la credibilidad que hay en una economía. En ingles diversos autores usan el término “Trust”. Guiso, et al (2008) definen confianza como la probabilidad que los individuos le dan a que les cometan un “fraude”. Los autores argumentan que cuando los inversionistas compran acciones entre los factores que consideran está el que los engañen. La falta de confianza es lo que hace que inversionistas no compren acciones o si las compran lo hagan en menor proporción de

² *The Economist*. Noviembre 3, 2018.

lo que deberían.

Para los países que utilizan en su muestra encuentran que la falta de confianza en parte explica la baja participación de inversionistas en los mercados de capitales.

En contraste con el caso de General Electric en México en años recientes se han presentado casos de empresas en la industria de construcción de viviendas y algunas otras que han tenido problemas financieros. La Autoridad de nuestro país no investigó malas prácticas contables.

En síntesis, los factores específicos de demanda indican que es importante un buen esquema legal complementado con una Autoridad sólida y que existan condiciones de confianza para los inversionistas. Los ejemplos que se mencionaron ilustran como estas dos últimas condiciones también le faltan a nuestro Mercado

A continuación se presenta literatura sobre algunos factores que afectan la oferta de valores, es decir el que más empresas lleguen al Mercado. El contexto relevante en estos casos no tiene tanto que ver con la literatura de regulación de Mercados de Valores.

El primer punto es entender la racionalidad de la decisión de una empresa de emitir acciones en el Mercado de Valores.

Tal y como se comentó en el capítulo anterior Myers and Majluf (1984) y Rajan and

Zingales (1998) dan un marco de referencia para racionalizar el comportamiento de los empresarios al decidir emitir acciones en el mercado.

La primera condición que se tiene que cumplir para la empresa es tener una serie de oportunidades de crecimiento que sean significativas. Dejar ir estas oportunidades sería muy costoso. La segunda condición es que no tengan el flujo interno para financiar la inversión. La tercera condición tiene que ver con no tener otra fuente de financiamiento externa disponible distinta a la emisión de acciones.

El comportamiento anterior lleva implícita una decisión racional de costo-beneficio por parte del empresario. La emisión de acciones se da para materializar el beneficio de las oportunidades de inversión rentables o algún otro objetivo particular de los accionistas. Los costos que se asumen incluyen la dilución, el pago de un precio de valuación menor y los costos no pecuniarios de ser empresa pública como lo es el tener que rendir cuentas al gran público inversionista y explicar la gestión de la empresas al Mercado cada trimestre.

Sólo en el caso en que se cumplan las tres condiciones es que una empresa estaría decidiendo emitir acciones en el Mercado. Por el contrario, para empresas que no cumplen con las tres condiciones no es racional financiarse emitiendo acciones en el Mercado.

El perfil de empresas que puede tener las tres condiciones es en promedio aquella que está en crecimiento. Si el entorno legal y la actitud del Gobierno no facilita la creación de empresas y su crecimiento el contexto general de la economía no va a apoyar el desarrollo del Mercado de Valores.

Por lo anterior, una política pública pro-empresa que reduzca las barreras a la entrada y facilite el crecimiento de las empresas apoya de manera indirecta el desarrollo del Mercado. Klapper, et al (2006) documentan que una mayor regulación a la entrada provoca menor creación de empresas, que sean más grandes al iniciar sus operaciones y que crezcan menos.

La falta de libertad de prensa es una intervención del Gobierno que limita la actividad económica. Masrorkhah and Lehnert (2017) documentan como en países con mayor libertad de prensa los precios de las acciones internalizan mejor las malas noticias y hay más volatilidad y movimientos adversos. A pesar de lo anterior, esta característica aparentemente negativa del mercado lleva a un aumento en riqueza y a un mayor tamaño de Mercado.

En cuanto al desarrollo de la industria de capital de riesgo Lerner and Schoar (2005) analizan una muestra de inversiones de capital privado y encuentran que el esquema de las transacciones varía para distintos entornos legales. Cuando las inversiones están en países con buena aplicación de la ley utilizan acciones preferentes convertibles e incluyen restricciones contractuales.

En países con mala aplicación de la Ley utilizan

inversión de capital junto con deuda y buscan tener el control accionario y del Consejo.

Es decir, si bien hay mecanismos que pueden ayudar a proteger las inversiones en un mal entorno legal esto sólo es una solución parcial. Por lo tanto, el emprendedurismo y el capital de riesgo también sufren del mal entorno legal.

Por su parte Lopez de Silanes, et al (2015) hacen un análisis del rendimiento de las inversiones de fondos de capital privado y encuentran que de una muestra de transacciones una de cada diez no gana dinero y una de cada cuatro tiene una TIR arriba de 50%.

Además de la dispersión en rendimientos lo otro que es relevante es que el desempeño de las inversiones parece que no es escalable. Cuando se tiene mayor actividad de inversión que se hace de forma simultanea los fondos tienden a tener menores rendimientos.

La evidencia de esta sección nos indica que si bien México tiene estabilidad macro y un PIB per capita de país de ingreso medio hay debilidades estructurales que afectan el desarrollo de su Mercado de Valores. Una es el débil Estado de Derecho. Otra es el bajo nivel de confianza que hay en nuestra economía, lo que explica en parte el limitado número de inversionistas en el Mercado. La tercera es la falta de fortaleza de la institución supervisora. Del lado de la oferta una agenda de Gobierno no tan pro-empresa como la que hay en México es un factor que ha limitado al Mercado. Finalmente, la industria de capital de riesgo como una fuente de nuevas empresas para el Mercado



**EVOLUCIÓN DE LA
REGULACIÓN DEL MERCADO
DE VALORES EN MÉXICO**

V.- EVOLUCIÓN DE LA REGULACIÓN DEL MERCADO DE VALORES EN MÉXICO

En esta sección se presenta un breve resumen de lo que ha sido la evolución de la regulación del Mercado de Valores en México los últimos años. Se identifican las principales innovaciones y cómo éstas pudieron contribuir a desarrollar en parte nuestro mercado.

El período relevante de evolución del marco legal se identifica a partir del año de 2001 con la primera reforma a la Ley del Mercado de Valores. El proceso concluye con la Nueva Ley del Mercado de Valores de 2005.

A continuación se presentan algunas citas del Dictamen y de la Exposición de Motivos de la Ley del 2005. El primer aspecto relevante es que se reconoce la importancia del Mercado de Valores y que éste no ha tenido un desarrollo adecuado:

“Expresa en la exposición de motivos que la acumulación del capital físico y humano es un factor determinante en el crecimiento económico de nuestro país. Asimismo, señala que existen dos variantes del proceso de intermediación: el crédito bancario y el mercado de valores, integrado éste último por los mercados de deuda y de capital.”

“Reconoce que en nuestro país, el mercado de valores no ha tenido un desarrollo óptimo y para hacerlo más atractivo a los inversionistas, se requiere contar con una regulación acorde con los estándares internacionales que rigen los principios fundamentales de dicho mercado, como lo son los derechos de revelación de información al público inversionista, los derechos de minorías y los de buen gobierno corporativo o societario.”

“Con los nuevos esquemas propuestos, se contribuye a capitalizar a un mayor número de empresas mexicanas, fortaleciendo a la vez, el desarrollo del mercado de valores, en un marco de menor volatilidad económica, y con mayor certeza y seguridad jurídicas, lo que, seguramente, se traducirá en mayor inversión, creación de empleos y crecimiento económico de nuestro país.”

Uno de los objetivos de la regulación estaba relacionado con aumentar la oferta de acciones en el Mercado de Valores. Es decir, la Nueva Ley si buscaba tener más emisoras. La problemática se relacionaba con barreras de acceso que la Ley pretendía reducir. A continuación se presentan algunos de los párrafos más relevante sobre este respecto.

“La iniciativa pretende, además, subsanar algunas omisiones que no contempló la reforma legal en esta materia que tuvo lugar en el año de 2001, como lo es fomentar el acceso de empresas medianas al mercado de valores, concretamente al mercado de capital de riesgo y, establecer una congruencia entre la forma en que se organiza la administración de las empresas emisoras y la realidad operativa y práctica del mercado de valores.”

“Se impulsa el desarrollo del mercado de valores, concretamente del mercado de capital de riesgo, para lo cual se crea la

figura de la sociedad anónima promotora de inversión, como un nuevo subtipo societario, cuya adopción es voluntaria y representa un paso intermedio entre una sociedad mercantil común y una sociedad anónima bursátil cuyas acciones están listadas en bolsa.”

“Los estatutos de la sociedad anónima promotora de inversión, además de reunir los requisitos exigidos en la Ley General de Sociedades Mercantiles, deben cumplir también los que contempla la Ley del Mercado de Valores, entre otros, poder imponer restricciones a la transmisión de propiedad o derechos respecto de las acciones de una misma serie o clase representativas del capital social; establecer cláusulas de exclusión de socios o para ejercer derechos de separación.

La administración de este tipo de sociedades estará a cargo de un consejo de administración y, como otra característica, se establecen requisitos mínimos del derecho de minorías, entre los que destacan, poder nombrar un miembro en el consejo de administración, cuando se tenga el 10% de participación accionaria, siendo que para el caso de las sociedades anónimas comunes se requiere el 25%; solicitar que se convoque a la asamblea general de accionistas respecto de los asuntos sobre los cuales se tenga derecho a voto cuando se tenga

el 10% de la participación accionaria, mientras que en las sociedades anónimas comunes se necesita el 33%; ejercer la acción de responsabilidad civil contra los administradores en beneficio de la sociedad cuando se tenga el 15% de la participación accionaria, en tanto que en la sociedad anónima común se requiere el 33% y, oponerse judicialmente a las resoluciones de las asambleas generales cuando se tenga el 20% de la participación accionaria, cuando en las demás sociedades anónimas se requiere el 33%.”

“Se dispone que la sociedad anónima promotora de inversión de manera voluntaria, pueda inscribir sus acciones en el Registro Nacional de Valores para que se coticen en bolsa, siempre y cuando sea decisión de la asamblea, se adopten los requisitos de revelación de información que determine la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, se nombre a un consejero independiente en el consejo de administración y someta a la citada Comisión un plan para cumplir con todos los requisitos de las empresas bursátiles en un plazo máximo de tres años.”

Otro de los objetivos de la regulación estaba relacionado con mejores reglas de protección para los inversionistas y de buen gobierno corporativo. Es decir, parte de la Nueva Ley buscaba cuidar mejor a la demanda de valores. A continuación

se presentan algunos de los párrafos del Dictamen más relevantes a este respecto.

“Se modifican las funciones del consejo de administración y del director general de las sociedades anónimas bursátiles. De esta manera, el consejo de administración se convertirá en un órgano estrategia y de vigilancia tendría a su cargo las funciones de establecer estrategias generales para la conducción del negocio; la aprobación de las operaciones relevantes o que la sociedad celebre con partes relacionadas, previa opinión del comité competente y, la vigilancia de la gestión y conducción de la sociedad.

El director general, por su parte, será responsable, entre otras cosas, de la gestión, conducción y ejecución de los negocios de manera cotidiana; de la existencia y mantenimiento de los sistemas de contabilidad, control y registro; del cumplimiento de los acuerdos del consejo y de la asamblea y, de la revelación de información relevante.”

“En la estructura de las sociedades anónimas bursátiles, desaparece la figura del comisario y las funciones de vigilancia se distribuyen entre el consejo de administración, los comités de auditoría y prácticas societarias y el auditor externo independiente.

De esta manera, la vigilancia de la gestión, conducción y ejecución de los

negocios de las sociedades anónimas bursátiles y de las personas morales que éstas controlen, estará a cargo del consejo de administración a través del o los comités que constituya para que lleven a cabo las actividades en materia de prácticas societarias y de auditoría, así como por conducto de la persona moral que realice la auditoría externa de la sociedad, cada uno en el ámbito de sus respectivas competencias.

Los comités estarán integrados por consejeros independientes que no tengan conflicto de intereses y con ello, se garantiza la imparcialidad de sus recomendaciones, aunque dichas recomendaciones no sean vinculantes para el consejo. Sin embargo, si el consejo no acata la recomendación del comité, tal hecho debe de ser revelado al mercado.”

“Se precisa la función y responsabilidad de los consejeros y directivos de las sociedades anónimas bursátiles estableciéndose que entre los principios rectores de su encomienda es procurar la creación de valor en beneficio de la sociedad, además de actuar conforme los principios de lealtad y diligencia.”

“Se realizan modificaciones tendentes a innovar la regulación de los procesos societarios, para lo cual se realizan ajustes a los derechos de minorías, disminuyendo el porcentaje actual de

15% a 5% para ejercer acción civil en contra de consejeros y directivos; se precisan las definiciones de información y eventos relevantes, con la finalidad de brindar un trato más equitativo a los participantes del mercado que les permita conocer realmente la situación actualizada en materia financiera de la sociedad de que se trate; se eleva a rango de ley la regulación de ofertas públicas de adquisición, se redefinen las cláusulas de protección ante tomas hostiles de control, permitiendo a las sociedades estipular cláusulas de este tipo siempre y cuando se adopten en asamblea extraordinaria de accionistas y el 5% o más de los accionistas presentes no voten en contra, que no excluyan a un grupo de accionistas distinto a los que pretenden adquirir el control de los beneficios de estas cláusulas y no restrinjan en forma absoluta el control de la sociedad.”

“Estas dictaminadoras consideran que la nueva Ley del Mercado de Valores dotará al sector de una mayor transparencia y garantizará que las sociedades participantes en el mismo tengan un gobierno corporativo que contribuya a generar una mayor confianza en los inversionistas, corrigiendo, a su vez, los desequilibrios que se han generado el mercado de valores mexicano.”

En síntesis, se aprecia que el marco legal trato de cubrir aspectos de ambos lados del mercado: oferta y demanda. En la Nueva Ley se incluyeron disposiciones para fortalecer la demanda, las cuales estuvieron en línea con las prácticas internacionales.

Sin embargo, la evolución que ha tenido el Mercado de 2005 a la fecha revela que la Nueva Ley no cumplió con la expectativas de llevar más empresas a cotizar en México.

La evidencia revela que estas modificaciones no fueron suficientes porque la parte de la oferta falló.

Dado que la Ley tiene trece años y que la evolución del Sistema y su regulación es dinámica hoy puede haber oportunidades de mejora en el marco legal. Un primer ejemplo es estudiar como ha evolucionado el régimen de gobierno corporativo y de protección de minorías en otros mercados y concluir sobre lo que se necesita actualizar en México.

Un segundo ejemplo es respecto de los requisitos de listado y tipos de acciones. Hay que analizar si lo que hoy se permite en otros mercados es más flexible y en su caso, si no estamos creando distorsiones que pongan a nuestro Mercado en una desventaja competitiva.

Cabe señalar, que la Exposición de Motivos deja en claro que no fue parte del diseño de concepción de la Nueva Ley el tener una

Autoridad más fuerte. Evidencia de esta debilidad se presentó como una conclusión de la sección anterior y hoy es otra área de oportunidad para mejorar nuestro marco legal.

Un ejemplo es como a pesar del reducido número de emisoras de acciones no hay una buena vigilancia y no se han tenido acciones importantes de la Autoridad en aspectos relacionados con la inadecuada revelación de información o malas prácticas contables.

Hoy el esquema de tener una Autoridad débil le genera costos indirectos al Mercado importantes por dos vías: la sobrerregulación como mecanismo defensivo y la percepción de no aplicación de la ley.

Es decir, en lugar de exigir respeto a reglas claras pero sencillas tenemos reglas complejas, intrusivas y que no se aplican. Estas reglas buscan ser sustituto de la poca fortaleza institucional. Es un mal equilibrio que hay que corregir.

Considerando lo anterior, es que la revisión de la Ley debe incluir los siguientes elementos:

1. Identificar áreas en las que México está alejado de buenas prácticas.
2. Identificar áreas en que la regulación sea excesiva para simplificar.
3. Rediseño institucional de la Autoridad.

VI. HIPÓTESIS PROBABLES

VI.- HIPÓTESIS PROBABLES

Evidencia sobre el desarrollo del Mercado de Valores en México revela que se trata de uno poco desarrollado. A pesar de que se dio una evolución favorable de la regulación el tamaño del Mercado sigue siendo pequeño.

En los capítulos anteriores se presentó una narrativa que explica como en México hay ciertas condiciones que no se cumplen respecto de los elementos que definen un Mercado de Valores desarrollado. También se identificó que la estructura empresarial de México es otra limitante al desarrollo de nuestro Mercado.

A continuación se presentan planteamientos específicos sobre las variables que limitan el tamaño de nuestro Mercado.

Un primer planteamiento tiene que ver con el marco legal vigente en México. Hoy no

es tan evidente que la regulación financiera específica sea una limitante al tamaño del Mercado. Si bien pueden existir algunas reglas que en lo particular sean más restrictivas en México y que pongan a nuestro mercado en una situación de desventaja competitiva no se puede argumentar que la regulación del Mercado está muy fuera de lo razonable.

El aspecto legal que falla en México va más allá del Mercado de Valores y tiene que ver con la economía en su conjunto. La parte que afecta el entorno legal es la relacionada con la dimensión de aplicación de la Ley y el Estado de Derecho. Esta es una falla a una precondition que es relevante.

Cuando se combina el débil Estado de Derecho con otros aspectos como la regulación excesiva a las empresas y el bajo nivel de confianza se vuelven en conjunto una limitante al tamaño de nuestro Mercado.

Es una realidad que en México hay pocas empresas muy grandes en muchos de los sectores de la economía. Esta concentración de la actividad económica hace que sean menos empresas probables a cotizar en el Mercado. Esta realidad combinada con una agenda de Gobierno que regula mucho a las empresas ha potenciado el problema.

Para desarrollar al Mercado, el Gobierno debe cambiar su visión sobre regulación de la actividad económica.

Si se hace lo anterior, una estrategia de promoción alternativa será que en lugar de enfocarse en las empresas muy grandes que hoy existen en México hay que concentrarse

en la promoción para que más empresas crezcan y lleguen al Mercado.

Un segundo planteamiento tiene que ver con la estructura de la economía en cuanto a las empresas del sector público. En México hasta antes de la Reforma Energética las empresas del Estado (Pemex y CFE) eran la únicas en dos sectores relevantes de la actividad económica.

Esta característica de la economía era una limitante importante para el desarrollo del Mercado. Con la Reforma Energética se empieza a observar un fenómeno que revela que hay un cambio. Empresas en estos sectores que están saliendo al Mercado a financiar su actividad.

Tabla VI.1 Emisiones relacionadas con el sector energético

Emisora	Clave	Tipo de Valor
Infraestructura Energética Nova	IENOVA	Acciones y Certificado Bursátiles
Vista Oil & Gas	VISTA	Acciones
Gas Natural de México	GASN	Certificado Bursátiles
CFE Capital	FCFE18	Fibre E
Navixx	FISECK	CKD
Axis Asset Management I & II	AXISCK	CKD
Mexico Infrastructure Partners I & II	EXICK	CKD
Riverstone I & II	RIVERCK	CKD
Balam Fund I GP LP	BALAMCK	CKD
Administradora Thermion	THERMCK	CKD
Ainda Energía & Infraestructura	AINDACK	CKD

Fuente: elaboración propia con datos de BMV

Los datos de la tabla anterior revelan como si había un potencial de financiamiento que se encontraba limitado por la regulación. Posterior a la Reforma hay entrada de empresas que demandan financiamiento.

Un tercer planteamiento es que la

estructura del sector privado mexicano impone restricciones para el desarrollo del Mercado de Valores. Como se presentó en el Capítulo III dentro de las grandes empresas en México hay un número importante en las que el origen de su capital es extranjero. La implicación de esta realidad

es que hay menos empresas que son candidatas a ir al Mercado.

Un cuarto planteamiento es que muchas empresas grandes no lo necesitan. La evidencia del Capítulo III permite entender que hay muchas empresas de capital nacional con el tamaño para emitir acciones pero que no lo hacen.

Al buscar entender porque sucede lo anterior se considera como premisa de racionalidad la que deriva de los argumentos de Myers and Majluf (1984) y Rajan and Zingales (1998).

Hay un quinto planteamiento posible que tiene que ver con el desarrollo de la infraestructura previa al Mercado de Valores. Es decir, que existan instituciones como los fondos de capital semilla y los fondos de capital de riesgo para financiar a las empresas en distintas etapas de desarrollo y que lleguen a ser candidatas en un futuro a emitir acciones en el Mercado.

La innovación de los CKD's de capital de riesgo ha sido una fuente de financiamiento importante para esta actividad. La industria de capital de riesgo puede volverse en algunos años un "semillero" de empresas para el Mercado de Valores siempre y cuando pueda cumplir con los tiempos en sus calendarios de desinversión.

Sin embargo, dicha industria tiene la limitante de que opera en un entorno legal deficiente.

Hay otras hipótesis posibles que surgen de conversaciones y de otros análisis pero que no son comprobables por falta de información.

Estan relacionadas con temas de cultura del empresariado en México. Se mencionan a continuación algunas:

- Los empresarios no quieren perder el control de su empresa ni tener los contrapesos que implica un buen gobierno corporativo.
- Los empresarios no quieren hacer pública su información por temas de seguridad.
- Los empresarios no quieren hacer pública su información por cuestiones de fiscalización, es decir, porque perderían flexibilidad en el manejo de sus registros contables y fiscales.

Si bien los tres factores anteriores pueden afectar de manera adversa el que lleguen más empresas al Mercado no pasan de ser anecdóticos.

Nuestra hipótesis es que estos últimos son argumentos que se refuerzan por el hecho de que no hay oportunidades de crecimiento importantes que requieren de financiamiento externo para muchas empresas de gran tamaño.

VII. EVIDENCIA EMPÍRICA
SOBRE IPO EN MÉXICO

VII.- EVIDENCIA EMPÍRICA SOBRE IPO EN MÉXICO

En este capítulo se presenta evidencia para contestar las preguntas que se plantearon en la Introducción por dos vías. La primera con un comparativo entre países para identificar que variables del entorno económico afectan la actividad de IPO de

un Mercado y la segunda con un análisis de una muestra de empresas Mexicanas que colocaron acciones en el Mercado y otras que no lo hicieron. También se estudiaron las diferencias en desempeño de las empresas que hicieron un IPO.

VII.1.- Variables que facilitan una Oferta Pública Inicial: Comparativo Internacional

Un IPO permite a la empresa vender parte de su capital a inversionistas externos. Esto les da acceso a recursos para financiar su crecimiento. Por otra parte, ser empresa que cotiza en el Mercado tiene costos como un mayor nivel de transparencia y de regulación, así como un escrutinio constante de los analistas y medios de comunicación. Involucra la dilución de propiedad y en algunos casos también la pérdida del control de la empresa.

Estudios recientes han señalado que el contexto específico de cada país importa.

En esta sección se busca entender si hay factores a nivel país relacionados con la actividad de IPO. Se exploran variables culturales, sociales y económicas.

El enfoque es usar tres tipos de variables que pueden influir en el nivel de actividad de IPO en un país: económicas (capitalización de mercado), sociales (innovación y apertura cultural) y regulatorias (fortaleza institucional). La principal pregunta de esta sección es: ¿qué tipo de variables influyen en la actividad de IPO a nivel país?

VII.1.1.- Planteamiento

Foster (1986) argumenta que un entorno externo con disponibilidad de capital facilita el desarrollo empresarial y da los incentivos correctos. Las oportunidades de mercado surgen y el capital se vuelve un recurso esencial para aprovecharlas.

Ritter (1984) argumenta que los mercados de IPO han mostrado variaciones en volumen que son conocidas como mercados calientes o fríos. En mercados calientes hay un alto volumen de ofertas, más subvaluación y una sobresuscripción de las acciones ofrecidas. Estos mercados han sido caracterizados por periodos en los que los inversionistas están dispuestos a comprar acciones de IPO basandose en valuaciones optimistas.

Utilizando rendimientos de largo plazo Loughran and Ritter (1995) argumentan que las empresas planean sus IPO para tomar ventaja de ventanas que les permiten obtener precios más favorables.

Teece (1998) identificó una relación entre el valor de la empresa, la investigación y desarrollo y el número de innovaciones. Heeley, et al (2007) argumentan que el nivel de investigación y desarrollo así como el número de patentes registradas están relacionadas con la subvaluación de los IPO.

Pollock, et al (2008) argumentan que el comportamiento y desempeño de las empresas reflejan la influencia social y como ésta depende tanto de los atributos de los participantes como del contenido de las estructuras sociales. Scott (2007) documenta que los elementos culturales y los cognitivos existen a nivel más profundo que los regulatorios o normativos y son también los más relevantes ya que incluyen creencias y supuestos inconscientes. Es decir, también los IPO están influenciados subjetivamente por valores, impresiones y supuestos que forman parte de la cultura.

Judge, et al (2008) argumentan que en países donde el sistema legal es predecible se crean las condiciones para que las transacciones tiendan a ser ordenadas y eficientes. La aplicación de la ley es importante para la protección de los inversionistas. Diferencias en protección legal pueden explicar el apalancamiento y niveles de propiedad en diferentes países.

En el análisis estadístico del trabajo se estima el impacto que tienen las variables identificadas anteriormente en la actividad de IPO entre los países.

VII.1.2.- Datos, Hechos Estilizados y Resultados

Para el trabajo se utilizó una muestra de 87 países con información del 2000 al 2014. El número de IPO se obtuvo de la base de datos Thomson Security Data Corporation (SDC). El valor de capitalización y el número de patentes se obtuvieron de los indicadores de desarrollo compilados por el Banco Mundial. Los datos del marco regulatorio y legal así como los de apertura cultural vienen del Centro de Competitividad Global (IMD).

En la Tabla VII.1 se presenta el número acumulado de IPO en los diferentes países de la muestra durante el periodo 2000-2014. China, Canadá y EEUU representan el 43% de la actividad total de IPO. Se aprecia que México aparece en lugar 30 con un promedio de 4 IPO por año. A manera de comparación el lugar 15 tiene en promedio 23 por año.

Tabla VII.1 Comparativo de IPO's por País
2000 - 2014

Lugar	País	Acumulado	Lugar	País	Acumulado	Lugar	País	Acumulado	Lugar	País	Acumulado
1	EU	4266	17	Italia	257	33	Finlandia	41	49	Qatar	13
2	China	2759	18	Brasil	249	34	Sudáfrica	39	50	Colombia	11
3	Canadá	2501	19	Polonia	238	35	Marruecos	38	51	Perú	10
4	Japón	1668	20	Noruega	138	36	Holanda	36	52	Kuwait	10
5	Reino Unido	1650	21	Grecia	127	37	Chile	32	53	Croacia	7
6	Australia	1345	22	Arabia Saudita	120	38	Israel	28	54	Hungría	6
7	Corea del Sur	1007	23	Suecia	114	39	Pakistan	25	55	Ucrania	6
8	India	935	24	Turquía	108	40	Egipto	20	56	Kazajistán	4
9	Taiwán	911	25	Rusia	91	41	Bulgaria	17	57	Islandia	4
10	Hong Kong	696	26	España	90	42	Portugal	17	58	Lituania	4
11	Francia	558	27	Suiza	79	43	Nigeria	17	59	Zambia	4
12	Malasia	536	28	Nueva Zelanda	73	44	Nigeria	17	60	Uganda	3
13	Singapur	512	29	Belgica	64	45	Argentina	16	61	Ghana	2
14	Alemania	419	30	México	62	46	Romania	14	62	Zimbabwe	2
15	Tailandia	351	31	Austria	44	47	Vietnam	14	63	Eslovenia	2
16	Indonesia	271	32	Dinamarca	42	48	Kenia	13	64	Serbia	1

Fuente: elaboración propia con datos de SDC.

El análisis de regresión para explicar el comportamiento de IPO utiliza cuatro variables independientes:

- I) Valor de capitalización de mercado como porcentaje del producto interno bruto.
- II) Innovación medida como número de patentes de acuerdo con datos del Banco Mundial.

III) Apertura cultural.

- IV) Índice de calidad de instituciones formales que engloba 6 dimensiones: voz y responsabilidad, estabilidad política y ausencia de violencia, efectividad del gobierno, calidad regulatoria, imperio de la ley y control de corrupción.

Tabla VII.2 Análisis de Regresión

	Control	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Completo
In PIB real	+	+	+	+	+	
Capitalización de mercado t-1		+				+
Patentes			+			+
Cultura nacional				+		+
Fortaleza institucional						
R cuadrado	29.5%	33.1%	47.9%	36.4%	29.5%	64.3%

■ Significativo 1%
 ■ Significativo 5%
 ■ Significativo 10%
 ■ No Significativo

Del cuadro anterior se concluye que dos variables influyen de forma estadísticamente significativa en la actividad de IPO en la muestra de 87 países: económica (capitalización de mercado) y social (innovación y apertura cultural).

El resultado de la variable de capitalización de mercado confirma el argumento de mercados calientes y fríos (hot & cold markets) que se documenta en Ritter (1984) donde valuaciones bursátiles mayores pueden predecir el nivel futuro de IPO.

El resultado de innovación es consistente con estudios previos que relacionan esta variable con el desempeño empresarial. En cuanto al aspecto cultural los resultados sugieren que la apertura a nuevas ideas es importante para crear contextos que contribuyan al número de IPO.

El índice de fortaleza institucional resulta no significativo lo que parece contradecir resultados de trabajos de investigación

previos. Una posible explicación es que se uso un índice que incluye seis dimensiones de marco legal y su aplicación. En la literatura económica solo la protección al inversionista ha sido relacionada con el número de IPO.

Los resultados de México en el análisis permiten concluir que crecer la capitalización del mercado como porcentaje del PIB puede ayudar a tener más actividad de IPO. El promedio de capitalización para los países emergentes es de 57.94% vs 30.3% de México.

En cuanto a innovación en México se podría invertir un mayor porcentaje del PIB en investigación y desarrollo así como seguir facilitando la creación de ecosistemas de innovación como el cluster aeroespacial en el Bajío.

En el comparativo que se presenta en la Tabla VII.3 se puede observar como en esta variable hay áreas de oportunidad para Mexico ya que el

promedio de numero de patentes para países emergentes es de 28,585 vs. 14,341 de Mexico.

En cuanto a apertura cultural los resultados sugieren que México se ubica en un nivel similar al promedio de países emergentes (6.29 vs. 6.73).

Tabla VII.3 A Datos Promedio México vs. Paises Similares

	Capitalización Mercado/PIB	Apertura Cultural	Patentes Registradas
México	0.303	6.29	14,341
Promedio Emergentes	0.579	6.73	28,585

VII.2. - Listarse en Bolsa en México

En esta sección se examinan los factores que afectan la probabilidad de que una empresa esté listada en la Bolsa Mexicana de Valores. Para el análisis se utilizó una base de datos de empresas privadas y públicas en México de varios sectores durante el período 2006-2014.

El resultado estadístico indica que las empresas mexicanas más grandes, de menor edad y menos apalancadas tienen mayor probabilidad de listarse en la BMV.

VII.2.1.- Planteamiento

La literatura ofrece varias explicaciones del por qué una empresa decide listarse en Bolsa. Ritter and Welch (2002) argumentan que una razón es que los fundadores pueden convertir en efectivo su inversión, es decir, hacer un “cash-in”.

Ibbotson and Jaffe (1975) argumentan que puede ser una decisión que responde a las oportunidades económicas del momento. La empresa puede querer aprovechar aquellos periodos donde los costos financieros son bajos y utilizar el capital del IPO para financiar inversiones como fusiones y adquisiciones.

Dado que hay más disponibilidad de datos de empresas listadas y que es difícil acceder a la información de las empresas no listadas el número de estudios empíricos sobre el tema es reducido. Ejemplos de esta literatura son Pagano, et al (1998), Chorruck and Worthington (2010) y Mayur and Kumar (2013). En Latinoamérica solo se identificó una investigación que utiliza una base de datos de empresas brasileñas [Oliveira (2016)]. Este último trabajo muestra que en Brasil la probabilidad de listarse en Bolsa se incrementa con la rentabilidad, el endeudamiento y los gastos de capital y financieros de la empresa.

A continuación se plantean las hipótesis resultado de la revisión extensa de esta literatura.

H1: La probabilidad de listarse en Bolsa está negativamente relacionada con el endeudamiento de la empresa.

Para las empresas altamente endeudadas la emisión de capital accionario permite modificar la estructura financiera y reducir la razón de endeudamiento.

H2: La probabilidad de listarse está relacionada positivamente con la rentabilidad.

La rentabilidad es un indicador que puede estar relacionado con una sobrevaluación de las acciones de una empresa. En este caso, la relación entre rentabilidad y probabilidad de listarse es positiva

H3: La probabilidad de listarse está positivamente relacionada con la edad de la empresa.

Las empresas que llevan un tiempo operando en sus respectivos mercados son conocidas por los inversionistas. La subvaluación inicial es menor que la que sufren empresas más jóvenes y por ende, la probabilidad de listarse es más alta.

H4: La probabilidad de listarse está positivamente relacionada con el tamaño de la empresa.

Las empresas desean listarse para facilitar

el intercambio público de sus acciones puesto que hacerlo de forma privada es costoso. La liquidez de estas acciones se incrementa con el volumen intercambiado y éste se relaciona directamente con el tamaño de la empresa.

H5: La probabilidad de listarse está positivamente relacionada con el desempeño del mercado accionario.

Postulamos que el rendimiento del IPC está positivamente relacionado con la probabilidad de listarse.

H6: La probabilidad de listarse en Bolsa está positivamente relacionada con el incremento en las tasas de interés.

VII.2.2.- Datos y Métodos

En 2015 sólo había 136 empresas listadas sin considerar a las Fibras. La mitad del valor de capitalización estaba concentrado en nueve de ellas: America Movil, Wal Mex, Femsa, Liverpool, Grupo México, Televisa, Banorte, Coca-Cola Femsa y Bimbo

Los requisitos legales incluyen la elaboración de un prospecto de colocación que cumpla con las reglas de la CNBV, cumplir con tres años de historia de operaciones, un valor accionario de al menos 20 millones de UDIS, que la suma de las utilidades operativas de los tres últimos años sea positiva, la emisión tiene que ser de al menos 10 millones de acciones

Cuando las empresas tienen altas tasas de interés en su deuda son más proclives a listarse porque el crédito se vuelve más barato y accesible después de emitir acciones

H7: La probabilidad de listarse está positivamente relacionada con la proximidad física a otras empresas listadas.

La proximidad de una empresa al ecosistema relacionado con la Bolsa es importante. Se utiliza la localización física de las sedes corporativas de las empresas como proxy de dicha influencia.

con un precio mínimo de 1 UDI, alcanzar al menos a 200 potenciales accionistas, ningún inversionista podrá adquirir más del 50% de la emisión y el 50% de la emisión será colocada entre inversionistas que no excedan el 5% de tenencia accionaria, entre otros.

Se construyó una base de datos de 97 empresas públicas (listadas) y privadas (no listadas) durante el periodo 2006-2014. La principal fuente de información fue la lista de las 500 empresas más grandes de México que publica la revista Expansión.

Se utilizaron solo aquellas empresas para

las que se tuvo acceso a información completa para todo el periodo. En estos años siete empresas de la muestra se listaron por primera vez en la BMV. Se incluyen todos los sectores excepto el de servicios financieros. Para completar la información se utilizó la base de datos de World Bank Global Financial Development y el OECD Finance Dataset [datos de tasas de interés de largo plazo y del rendimiento del mercado accionario]. INEGI fue la fuente de información para construir la variable de localización.

La base de datos tiene 873 observaciones empresa-año. La empresa promedio de la muestra tiene ventas anuales de 32,237

millones de pesos mexicanos, una razón utilidad operativa sobre ventas de 13.5% y una razón de endeudamiento de 51.4%. Las dos siguientes tablas muestran los promedios para empresas públicas y privadas por año así como la distribución sectorial y la localización.

Adicionalmente los datos de tamaño y edad de todas las empresas de la muestra revelan que cumplen ampliamente con los parametros de los requisitos de listado que se comentaron anteriormente. Los datos de tamaño de la Tabla III.1 también revelan que cumplir con el requisito de capital mínimo de listado no es restrictivo para todas las empresas de la base de datos de Expansión.

Tabla VII.4 Características de las Empresas de la Muestra

	Ventas (millones de pesos)		Utilidad Operativa / ventas (porcentaje)		Endeudamiento (porcentaje)		Edad (años)	
	empresas públicas	empresas privadas	empresas públicas	empresas privadas	empresas públicas	empresas privadas	empresas públicas	empresas privadas
2006	9,827	4,262	14.55	12.49	46.42	54.33	37.4	36.7
2007	10,728	5,074	14.97	12.18	48.24	55.80	36.6	38.1
2008	11,900	5,660	14.21	11.30	52.45	57.04	35.9	39.8
2009	12,087	6,157	13.89	10.87	50.87	51.38	35.9	39.8
2010	13,374	6,730	14.53	10.88	51.66	51.33	36.3	39.0
2011	14,815	8,182	15.73	10.70	52.85	52.33	36.0	39.8
2012	16,669	8,168	16.10	10.29	50.36	49.32	35.5	41.1
2013	16,579	8,022	14.10	9.53	50.88	51.19	35.5	41.1
2014	17,522	9,013	14.78	9.49	52.11	53.22	35.5	41.1

Tabla VII.5 Distribución por Sectores y Localización de la Muestra

Sectores	Total	Localización	Total
Conglomerados	9	GRO, OAX, CHIS	0
Sector Primario	0	SLP, HGO, PUE, TAB, CAM, VER	0
Sec. Secundario sin Manufactura	16	MICH, GTO, TLAX, ZAC, DGO	3
Manufactura	38	SIN, NAY, MOR, QRO, COL, YUC, QR, MEX	9
Comercio	20	TAM, CHIH, SON, BC, BCS	7
Otros Servicios	13	COAH, NL, JAL, AGS	30
Servicios Educativos y Salud	1	CDMX	38
Serv. Esparcimiento, Rest y Turismo	0		

Método

Estimamos un modelo probit longitudinal para identificar las características de las empresas públicas que las diferencian de las empresas privadas.

Sea: $d_{it} \in [0, 1]$ la decisión de la empresa de ser privada ($d_{it}=0$) o pública ($d_{it}=1$) en el periodo t . El modelo básico es:

$$\begin{aligned} \Pr(d_{it} = 1) = F(\beta_1 \text{Sector}_{i,t} + \beta_2 \text{localización}_{i,t} + \beta_3 \text{Crisis}_{i,t} + \beta_4 \ln \text{ventas}_{i,t} \\ + \beta_5 \text{utilidad operativa/ventas}_{i,t} + \beta_6 \text{Endeudamiento}_{i,t} + \beta_7 \text{Edad}_{i,t} \\ + \beta_8 \text{rendimiento del mercado}_{i,-1} + \beta_9 \text{tasas de interés de largo plazo}_{i,t}) \end{aligned}$$

$F(\cdot)$ es la función de distribución de una variable normal estándar y los parámetros se estiman utilizando el método de máxima verosimilitud.

Se añadieron a estas variables otras que reflejan el contexto macroeconómico en el que se desarrollan las empresas como el rendimiento rezagado del mercado accionario y las tasas de interés de largo plazo (tasas de los bonos gubernamentales a 10 años).

Como variables específicas de la empresa que explican la decisión de ser pública o privada se considera al logaritmo de las ventas (como variable proxy del tamaño de una empresa), a la razón financiera de utilidad operativa sobre ventas (como medida de rentabilidad), a la razón de deuda de largo plazo sobre total de activos y la edad (diferencia entre 2014 y el año de fundación de la empresa).

También se consideró una variable dummy llamada crisis que toma valor 1 para el periodo 2008-2009 y 0 en los otros años. Para la variable de localización se utilizó la clasificación de regiones económicas del INEGI. Se asignó a cada empresa la región económica donde se localiza su sede corporativa.

VII.2.3. - Resultados

En la Tabla VII.6 se presentan los resultados de la estimación del modelo econométrico. En la última columna se muestra la estimación del modelo completo donde están incluidas todas las variables que se definieron anteriormente. Los resultados son consistentes con nuestras hipótesis. En México la rentabilidad y el tamaño de la empresa impactan positivamente la probabilidad de listarse mientras que el endeudamiento y la edad impactan negativamente en la probabilidad. Las

variables económicas parecen no influir en la decisión de listarse.

Pertenecer al sector manufacturero o comercio incrementa la probabilidad de ser empresa pública así como tener las oficinas corporativas en Ciudad de México. Esta última variable puede ser proxy de otras realidades como el que la actividad económica en México se concentra en la capital del país.

Tabla VII.6 Resultados Regresiones

Variable	Modelo 0	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6	Modelo completo
Sec. Secundario sin Manufactura				-				
Manufactura		-						+
Comercio	-	-	+		+		+	+
Otros Servicios			+					
Crisis								
SIN, NAY, MOR, QRO, COL, YUC, QR, MEX		-						-
TAM, CHIH, SON, BC, BCS								
COAHU, NL, JAL, AGS								
CDMX		+						+
In ventas			+					+
Utilidad Opeperativa/ Ventas				+				+
Endeudamiento								-
Edad						-		-
Rendimiento del mercado retardad								
Tasas de interés de largo plazo								
Observaciones	864	864	864	864	864	864	768	768

■ Significativo 1%
 ■ Significativo 5%
 ■ Significativo 10%
 ■ No Significativo

Los efectos marginales que se muestran en la Tabla VII.7 indican que la variable de rentabilidad (utilidad operativa/ventas) es la que tiene mayor impacto (1.34)

en la probabilidad de que una empresa mexicana se haga pública seguida por el nivel de endeudamiento de la empresa (-1.07).

Tabla VII.7 Efectos Marginales

Variable	
Sec. Secundario sin Manufactura	
Manufactura	+
Comercio	+
Otros Servicios	
Crisis	
SIN, NAY, MOR, QRO, COL, YUC, QR, MEX	-
TAM, CHIH, SON, BC, BCS	
COAHU, NL, JAL, AGS	
CDMX	+
In ventas	+
Utilidad Opeperativa/ Ventas	+
Endeudamiento	-
Edad	-
Rendimiento del mercado retardado	
Tasas de interés de largo plazo	

Significativo 1%
 Significativo 5%
 Significativo 10%
 No Significativo

En síntesis, encontramos que las empresas más grandes, más rentables, jóvenes y menos endeudadas son las que tienen mayor probabilidad de ser públicas. A

diferencia de trabajos empíricos similares, en México las condiciones del Mercado no parecen influir en la probabilidad de listarse.

VII.3. - Desempeño de Ofertas Públicas Iniciales en México

En un IPO uno de los aspectos más importantes es la determinación del precio de oferta. Estudios muestran que la mayoría de las ofertas se hacen por debajo del precio real de mercado. A este fenómeno comúnmente se le llama “Subvaluación de IPO” y es uno de los más investigados en la literatura de finanzas.

En esta sección se documenta el desempeño de IPO mexicanas respecto de la anomalía anterior. Se identifican las variables que explican las diferencias en rendimiento en el muy corto y corto plazo de las empresas que se listaron por primera vez en la Bolsa Mexicana de Valores durante el periodo 1994-2017.

VII.3.1.- Planteamiento

El fenómeno de subvaluación de IPOs se ha comprobado que existe en más de 40 países. Se puede concluir que es un fenómeno global, aunque existen algunas diferencias. De acuerdo con Ritter and Welch (2002) la subvaluación de IPO en

Dinamarca entre 1994 y 1998 fue del 5% mientras que en China entre 1990 y 2000 fue de más del 250%.

La literatura financiera centrada en el estudio de IPOs ha demostrado que los

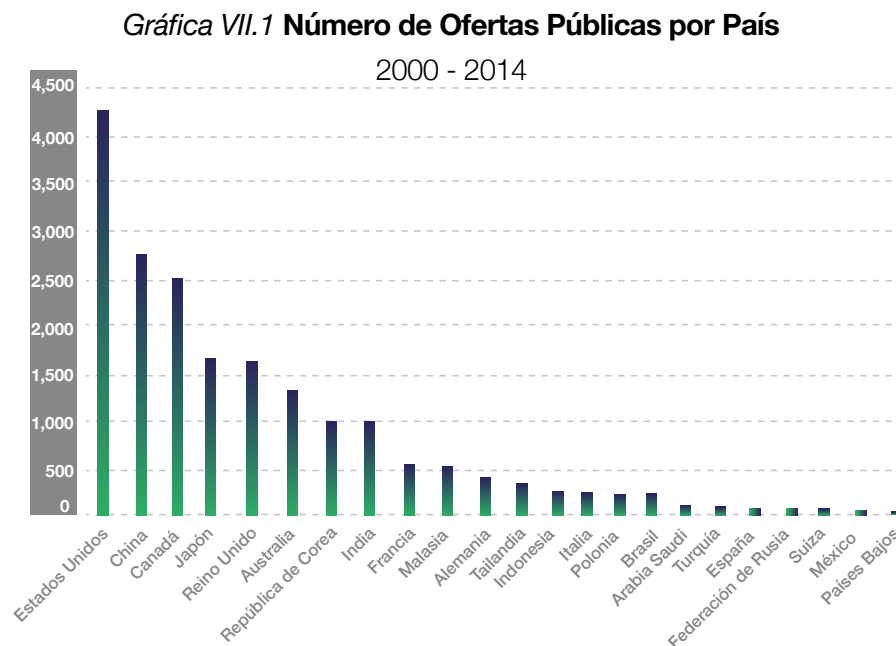
inversionistas que participan en las ofertas públicas iniciales de acciones comunes ganan, en promedio, rendimientos positivos anormales en los primeros momentos de cotización. Esta afirmación pierde fuerza cuando se analiza el desempeño de la acción en intervalos mayores, ya que el rendimiento de la inversión decrece y puede incluso cambiar de signo. En esta sección se muestra que el mismo fenómeno de subvaluación inicial existe en México.

En un trabajo previo, Henser, et al (2000) examinaron la mayoría de IPO en México entre 1987 y 1993. Encontraron que la subvaluación inicial es más pequeña cuando se lista una institución bancaria y que, en general, es mayor que las subvaluaciones correspondientes que se cuantificaron para el Mercado de Estados Unidos. Su muestra estaba formada por 68 IPO de las cuales 35 fueron de bancos.

VII. 3.2.- Datos y Método

En el periodo 2000-2014 el promedio de número de salidas a Bolsa en los mercados financieros de los 20 países más grandes fue de 927 empresas. En la Bolsa Mexicana de Valores solamente 62 empresas se listaron por primera vez en dicho periodo. En la Gráfica VII.1 se

presenta el número de Ofertas Públicas Iniciales en los países más desarrollados entre 2000 y 2004. Indonesia, Polonia y Malasia, siendo países con menor PIB total que el de México tienen mayor número total de colocaciones de nuevas emisoras.



Fuente: Elaboración propia con información de World Federation of Exchanges

Para el trabajo se compiló información de 85 IPO en la BMV durante el periodo 1994-2017. El estudio arroja que el rendimiento promedio del primer día de cotización fue de sólo un 1% y se encuentra que el tamaño y la rentabilidad de la empresa son variables que pueden explicar la probabilidad de un rendimiento inicial positivo. Además, el rendimiento de la acción después de una semana, un mes y 3 meses aumenta si la empresa tuvo una salida a Bolsa con rendimiento inicial positivo.

Los datos se obtuvieron de diferentes fuentes de información siendo la principal de ellas los prospectos de colocación de cada emisora. S&P Capital IQ se utilizó para obtener información del Balance General y Estado de Resultados de las empresas para el año anterior a la emisión. Para clasificar sectorialmente a las empresas se

utilizó el Sistema de Calificación Industrial de América del Norte (SCIAN).

De la base de datos de Bloomberg se obtuvieron los precios de cierre de las acciones, los precios históricos del mercado (índice MEXBOL) y los múltiplos del mercado mexicano de valores.

Se excluyeron de la muestra a las FIBRAS y a aquellas empresas para las que no existe información que permite calcular el rendimiento de la acción en su primer día de cotización. Este rendimiento se calcula como la diferencia entre el precio de cierre de la acción en su primer día de cotización y el precio de salida que aparece en el prospecto de colocación dividido entre el precio de salida. La Tabla VII.8 muestra la distribución temporal de las IPOs así como del rendimiento promedio del primer día.

Tabla VII.8 Rendimiento Promedio de 1 Día

Año	Número OPIs	Rendimiento promedio 1 día	Año	Número OPIs	Rendimiento promedio 1 día
1994	10	2.11%	2006	3	6.80%
1995	1	-7.73%	2007	4	-7.17%
1996	12	-0.84%	2008	2	-0.24%
1997	17	3.71%	2009	0	-
1998	0	-	2010	5	-0.21%
1999	1	4.84%	2011	2	-0.34%
2000	1	0.00%	2012	3	-0.29%
2001	0	-	2013	5	6.94%
2002	0	-	2014	2	-1.55%
2003	1	6.20%	2015	5	5.19%
2004	2	7.82%	2016	2	0.26%
2005	5	0.56%	2017	2	-25.38%

La estadística descriptiva de la información de rendimientos recabada de IPO en la Bolsa Mexicana de Valores entre 1994 y 2017 queda resumida en la Tabla VII.9.

Tabla VII.9 Estadísticas Descriptivas

Variable	# Observaciones	Media	Variable	# Observaciones	Media
Rendimiento 1 día	85	1.1%	Rendimiento 9 meses	83	6.5%
Rendimiento 2 días	83	1.6%	Rendimiento 1 año	83	6.8%
Rendimiento 5 días	84	1.8%	Ventas año anterior a OPI	74	6,988 mill
Rendimiento 1 mes	84	2.9%	Rentabilidad sobre capital año anterior a OPI	74	74 %
Rendimiento 3 meses	84	6.0%	Edad	85	24
Rendimiento 6 meses	84	7.8%			

Los rendimientos que aparecen en la tabla anterior son los rendimientos que hubiera obtenido un inversionista si compra la acción al precio de salida y la mantiene por el periodo de referencia.

La dispersión en el rendimiento del primer día de cotización es alta. La acción con la mayor subvaluación inicial tuvo un rendimiento en su primer día de cotización de 32% y la que perdió más fue de 44%.

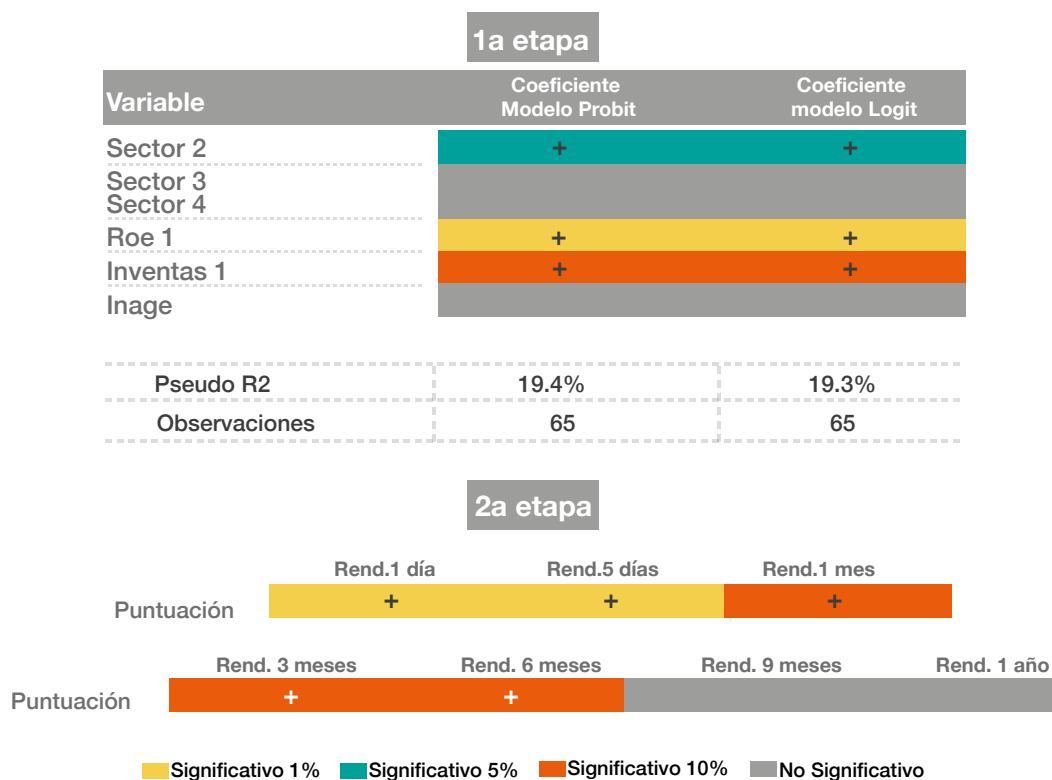
Se decidió estimar un modelo simple de regresión probit que calcula la probabilidad de que la salida a Bolsa de la empresa tenga un rendimiento positivo. La variable dependiente es una dummy que toma el valor de 1 si el rendimiento de la acción en su primer día de cotización es mayor a cero y 0 si no es así. En la muestra el 56.5% de las acciones tuvieron rendimientos positivos en su primer día de cotización.

Se consideran tres variables independientes: el logaritmo de las ventas (variable relacionada con el tamaño de la empresa), el rendimiento sobre el capital (variable relacionada con la rentabilidad) y el logaritmo de la edad de la empresa al momento de salir a Bolsa. También se incluyeron algunas variables de control (dummies por sector).

En una segunda etapa se utilizó la probabilidad estimada del modelo probit inicial como variable independiente que explica el rendimiento de la acción calculado para diferentes intervalos de tiempo. Los valores más altos de esta variable corresponden a aquellas acciones de empresas cuya probabilidad estimada de tener un rendimiento positivo en el primer día de cotización fueron las más altas.

Como se muestra en la Tabla VII.10 el tamaño de la empresa y la rentabilidad sobre el capital son variables que impactan positivamente en la probabilidad de que la salida a Bolsa de una empresa sea exitosa.

Tabla VII.10 Resultados de las Regresiones



La estimación nos revela que el rendimiento promedio del primer día de cotización fue de sólo un 1%, la cual es una subvaluación muy pequeña cuando se compara con la observada en otros mercados. El tamaño y la rentabilidad de la empresa son variables que pueden explicar positivamente la

probabilidad de un rendimiento inicial positivo.

En la misma tabla se presentan los resultados de regresiones univariadas utilizando el método de Mínimos Cuadrados Ordinarios en los que la variable dependiente es el rendimiento

de las estrategias de inversión de comprar y mantener la acción en diferentes intervalos temporales. La variable independiente llamada puntuación es un proxy del éxito o fracaso inicial de la salida a Bolsa.

El coeficiente es significativo y positivo para los rendimientos de 2 días, 5 días, 1 mes, 3 meses y 6 meses. El valor F decae lo que significa que este modelo econométrico no es bueno para explicar el rendimiento de la estrategia de inversión a partir de 1 mes. Es

decir, se encontró una persistencia limitada en dichos rendimientos iniciales positivos.

Dicho de otra forma, el rendimiento positivo en el primer día de cotización influye positivamente en el rendimiento que se obtiene en la primera semana. Este mismo efecto se observa en periodos de tiempo mayores pero va perdiendo significancia.

VIII. CONCLUSIONES

VIII.-CONCLUSIONES

En el documento se presentó evidencia sobre cómo el Sistema Financiero Mexicano ha pasado por un proceso de crecimiento y de convergencia con los de otros países de nivel de desarrollo similar. Variables como el financiamiento al sector privado y el tamaño de los inversionistas institucionales revelan como se dio este proceso.

Sin embargo, el Mercado de Valores en su sección de acciones no ha sido parte del proceso. El Mercado de México tiene muy pocas emisoras cuando se compara con los de otros países y tiene un bajo valor de capitalización. De manera consistente la entrada al mercado medida por los IPO también es menor que la que se observa en otros países.

Para explicar el fenómeno que se comentó en el párrafo anterior se identificaron varios factores. Es decir, no es un elemento único el que define la realidad de nuestro Mercado. Son una serie de factores que sumados llevan a que en México se tenga un Mercado de acciones pequeño.

La situación actual y futura del Mercado es más drástica si se considera que en el Mundo la actividad IPO se ha reducido. Por ejemplo, en Estados Unidos en 1997 había 7 mil emisoras y en 2017 poco más de 3,500. Además, las empresas se quedan más tiempo privadas antes de salir a cotizar en Bolsa.

Se mencionaron tres grandes líneas argumentales que explican el tamaño del Mercado. La primera es la relacionada con las condiciones que le hacen falta a México para tener mercados desarrollados. La segunda es por las características y la composición del sector empresarial de nuestra economía. La tercera es la decisión racional del empresario de ir o no ir al Mercado a emitir acciones. La suma de las tres es lo que explica nuestra realidad.

Las condiciones en las que México cumple con lo que está documentado en la teoría económica son que hay una micro estructura de Mercado adecuada y que se tienen algunas de las precondiciones como la estabilidad macro y que México es un

país de ingreso medio. Es decir, por el nivel de desarrollo de nuestra economía nos correspondería un Mercado más grande.

El problema es que hay varias condiciones que no se cumplen y que pueden explicar el menor tamaño. La primera es el débil Estado de Derecho. Otra debilidad que limita la participación de más inversionistas en el Mercado es un bajo nivel de "Trust" en la economía. Un dato que ratifica lo anterior es que el número de contratos directos de intermediación bursátil no ha crecido. Otra característica del mercado Mexicano es la gran cantidad de regulación que hay para las empresas. Esta realidad hace que existan pocas empresas muy grandes en el país y que se frene la creación y el crecimiento de nuevas grandes empresas en México. Una manifestación es el hecho de que en México se registran menos patentes que en otros países de nivel de desarrollo similar lo que revela una condición que no favorece a un Mercado más profundo. Es decir, hay que romper la dinámica empresarial promoviendo el surgimiento de nuevos grandes participantes.

Se identificó que una de las fuentes de nuevas empresas en crecimiento podrían ser las empresas promovidas de fondos de capital de riesgo financiadas por CKD's. En este instrumento será clave dar seguimiento a los procesos de desinversión para evaluar si seguirá siendo atractivo

En cuanto a la regulación la brecha parece no ser tan grande. La recomendación en esta

materia es hacer una revisión de la Ley a 13 años de su promulgación. Hay que identificar en que aspectos nos hemos quedado rezagados y ya no se cumplen con las mejores prácticas. También si hay temas que nos pueden estar generando una desventaja competitiva sobre todo en lo que se refiere al requerimiento de listado y clases de activos. Un ejemplo de requerimientos excesivos es que las empresas que hacen un IPO deben tener utilidades cuando en Estados Unidos el porcentaje de empresas que hicieron un IPO con pérdidas últimos 12 meses es de 83%. Un gran pendiente en esta área es hacer reformas para tener un regulador más moderno y más fuerte.

En síntesis, una agenda de revisión de la ley debe incluir los siguientes tres puntos: áreas en las que la regulación en México no es consistente con buenas prácticas, áreas en que la regulación es excesiva y que se debe dar mayor flexibilidad y un rediseño institucional de la Autoridad. Se debe lograr tener buenas reglas, claras y sencillas y que la Autoridad haga que sean de aplicación estricta.

Respecto de la segunda línea argumental las restricciones relevantes relacionadas con la composición del sector empresarial lleva a concluir que si afecta. La presencia de muchas empresas extranjeras hace que existan menos potenciales emisoras en México.

Por su parte el Gobierno y su participación en ciertos sectores como monopolista

también limitó al Mercado. Es de resaltar como en otros países el Gobierno busca capital para sus empresas y tiene accionistas minoritarios. Es decir, las empresas del Gobierno han sido otra limitante para el desarrollo de nuestro Mercado.

Respecto a las empresas nacionales, las pocas empresas listadas en la BMV se pueden explicar por las decisiones de los empresarios. Myers and Majluf (1984) y Rajan and Zingales (1998) dan elementos que permiten entender el comportamiento de las empresas Mexicanas respecto de su decisión de emitir o no acciones en el Mercado.

La primera condición que se tiene que cumplir para la empresa es una serie de oportunidades de crecimiento que sean significativas. Dejar ir estas oportunidades sería muy costoso. La segunda condición es que no tengan el flujo interno para financiar la inversión. La tercera condición tiene que ver con no tener otra fuente de financiamiento externa disponible distinta a la emisión de acciones.

Es decir, sólo en el caso en que se cumplan las tres condiciones anteriores es que una empresa estaría decidiendo emitir acciones en el Mercado. Por el contrario, para empresas que no cumplen con las tres condiciones anteriores no es racional emitir acciones en el Mercado. Desde la perspectiva de la situación de la empresa en este caso no hay beneficios pero si hay

costos. Estar en el Mercado es costoso por aspectos como la revelación de información y el escrutinio de los Mercados. La decisión de ir a Bolsa no es gratis

El único caso en el que se puede entender la salida al Mercado de este tipo de empresas es por necesidades de los accionistas. Por ejemplo, cuando se diluye la participación accionaria entre muchos socios el Mercado es una solución natural al problema de salida o de desinversión. En este caso también existe la opción alternativa de una transacción privada como ha sucedido en algunos casos.

Por otra parte, se presentó evidencia del grupo de empresas que van al Mercado respecto de las que no. Estas son las más grandes, las no apalancadas y las de menor edad. Respecto de lo anterior, un primer punto de reflexión es que van al Mercado las grandes de entre las empresas grandes de México. El tamaño de empresa que cotiza está muy por encima de los mínimos que establece la regulación.

El dato de edad hay que ponerlo en perspectiva ya que ambos grupos tienen en promedio más de treinta años de historia. La implicación es que en México no hay un proceso de IPO de empresas nuevas como si sucede en otros países. Esto es una debilidad de nuestra economía al no generar nuevas grandes empresas, lo que se ve reflejado en el tamaño del Mercado de Valores.

Lo anterior explica por que el Mercado Mexicano tiene poca entrada y que ésta no se vincula a la innovación y al emprendedurismo como en otros países.

En cuanto a las alternativas de los empresarios a emitir acciones en Bolsa como esquema de financiamiento si hay otras opciones. Los datos sugieren que hay financiamiento bancario disponible a todas las empresas grandes.

Inclusive pueden existir ciertos indicios de que los bancos pueden limitar el desarrollo del Mercado ya que prefieren dar el crédito y mantenerlo en su balance. Hay interés de mantener buenos activos de crédito. Es decir, el tener bancos tan sólidos ha tenido por consecuencia no deseada tener un Mercado de Valores menos dinámico y por lo tanto un Sistema Financiero con menos presión competitiva entre segmentos.

En síntesis, se identificaron varios factores en áreas diversas. Si se quiere desarrollar el Mercado se tienen que tomar acciones en áreas que son de ámbito distinto. Se requiere de implementar muchas políticas públicas. Para lograrlo se necesita de un grupo que tenga el mandato específico de hacer un análisis integral para proponer como puede evolucionar y desarrollarse el Mercado en México.

Este grupo debe tener un Mandato específico y con metas concretas.

No se puede incluir a este Mandato de Desarrollo de Mercado dentro de las facultades normales de la Autoridad encargada. Si se hiciera de esta forma fracasaría la iniciativa que se propone

Algunos puntos específicos que se tendrán que estudiar en el grupo son:

1. Revisión de la Ley de Mercado de Valores para identificar áreas en las que la regulación se ha rezagado.
2. Evaluación de la Autoridad y sus procesos para fortalecerla y hacerla más eficiente.
3. Identificar barreras regulatorias al crecimiento de las empresas para hacer una política de mayor apertura.
4. Entender el mercado objetivo de las nuevas emisoras y como atenderlo.
5. Dado que cotizar en el Mercado facilita escrutinio público se puede usar la cotización en Bolsa como un mecanismo contra la corrupción y evasión fiscal. Un grupo de empresas que se puede pensar que se listen de manera obligatoria son los grandes proveedores de Gobierno.
6. Estudiar los regimenes fiscales y operativos de otros países para buscar diseñar un esquema de incentivos idoneo para el desarrollo del nuevo mercado. Si no se hace lo anterior, al menos se deben eliminar los desincentivos.

7. Dado que los CKD's pueden ser un origen potencial de nuevas empresas entender su marco legal, operativo y fiscal para identificar qué se necesita modificar y que fluya de la mejor manera posible el financiamiento y la posterior salida del Mercado. Se propone hacer un trabajo específico sobre este tema.

En síntesis son muchas propuestas que requieren de que el Gobierno sea el promotor a través del marco legal y el sector privado coadyuve en este proceso.

BIBLIOGRAFÍA

- Chong, Alberto, Jorge Guillen and Florencio López de Silanes, "Corporate Governance Reform and Firm Value Investment in Mexico: an Empirical Assessment", *Journal of Economic Policy Reform*, 2009.
- Chorruk, J., & Worthington, A. C. (2010). New evidence on the pricing and performance of initial public offerings in Thailand, 1997–2008. *Emerging markets review*, 11(3), 285-299.
- De la Torre, Augusto, Juan Carlos Gozzi and Sergio L. Schmukler, "Stock Market Development under Globalization: Whither the Gains from Reforms?", *Journal of Banking and Finance*, 2007.
- Demirgüç-Kunt, Asli and Ross Levine, "Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons", *World Bank Policy Research Working Paper* 2143.
- Djankov, Simeon, Rafael La Porta, Florencio López de Silanes and Andrei Shleifer, "The Law and Economics of Self-dealing", *Journal of Financial Economics*, 2008.
- Foster, G. "Financial Statement Analysis" (2nd Ed.) Prentice Hall, Englewood Cliffs, NJ (1986).
- Guiso, Luigi, Paola Sapienza and Luigi Zingales, "Trusting the Stock Market", *Journal of Finance*, 2008.
- Heeley, M., Matusik, S. & Jain, N. (2007). "Innovation, appropriability and the underpricing of initial public offerings". *Academy of Management Journal*, 50: 209-255.
- Hensler, D. A., Herrera, M. J., & Lockwood, L. J. (2000). The performance of initial public offerings in the Mexican stock market, 1987–1993. *Journal of International Money and Finance*, 19(1), 93-116.
- Ibbotson, R. G., & Jaffe, J. F. (1975). "Hot issue" markets. *The Journal of Finance*, 30(4), 1027-1042.
- Jackson, Howell E. And Mark Roe, "Public and private enforcement of securities laws: Resource-based evidence", *Harvard Law School WPS* 638.
- Judge WQ. Douglas TJ & Kutan AM. 2008. "Institutional Antecedents of Corporate Governance Legitimacy". *Journal of Management*, 34: 765-784.
- Klapper, Laeven and Rajan, "Entry Regulation as a Barrier to Entrepreneurship", *Journal of Financial Economics*, 2006.

- La Porta, Rafael, Florencio López de Silanes, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, "Legal Determinants of External Finance", *Journal of Finance*, 1997.
- La Porta, Rafael, Florencio López de Silanes, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, 1998.
- La Porta, Rafael, Florencio López de Silanes and Andrei Shleifer, "What Works in Securities Laws?", *Journal of Finance*, 2006.
- Lerner, Josh and Antoinette Shoar, "Does Legal Enforcement affect Financial Transactions? The Contractual Channel in Private Equity", *The Quarterly Journal of Economics*, 2005.
- Levine, Ross, "Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?", *Journal of Financial Intermediation*, 2002.
- Lopez de Silanes, Florencio, Ludovic Phalippou and Oliver Gottschalg, "Giants at the Gate: Investment Returns and Diseconomies of Scale in Private Equity", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2015.
- Loughran T and Ritter JR. (1995). "The new issues puzzle", *Journal of Finance*, 50 (1995), pp. 23–51
- Masrorkhah, Sara Abed and Thorsten Lehnert, "Press Freedom and Jumps in Stock Prices", *Economic Systems*, 2017.
- Mayur, M., & Kumar, M. (2013). Determinants of going-public decision in an emerging market: evidence from India. *Vikalpa*, 38(1), 65-86.
- Myers, Stewart C and Nicholas S. Majluf, "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Informations that Investors Do Not Have", *Journal of financial Economics*, 1984.
- Oliveira, F. N. (2016). An Empirical Analysis of the Determinants of IPO in Brazil. *Revista de Finanças Aplicadas*, 7(3), 1-21.
- Pagano, M., Panetta, F., and Zingales, L. (1998). Why do companies go public? An empirical analysis. *The Journal of Finance*, 53(1), 27-64.
- Pollock TG, Rindova VP & Maggitti PG. (2008). "Market watch: Information and availability cascades among the media and investors in the US IPO market". *Academy of Management Journal*, 51: 335-358.
- Rajan, Raghuram G. and Luigi Zingales, "Financial Dependence and Growth", *American Economic Review*, 1998.
- Ritter J. (1984). "The 'Hot Issue' Market of 1980". *Journal of Business*, 57, 215-240

Ritter J & Welch I. (2002). "A Review of IPO activity, pricing and allocations", *Journal of Finance*, 57, 1795-1828.

Scott W. (2007). "Institutions and Organizations: Ideas and interests". Thousand Oaks, CA: Sage Publications

Teece DJ. (1998). "Capturing value from knowledge assets: the new economy, markets from know-how and intangible assets", *California Management Review* 40:55-79.