

# Sistemas y comportamientos financieros comparados en América del Norte

*Fernando Velázquez Vadillo\**

## RESUMEN

En este trabajo se analiza si el desarrollo de los mercados financieros en los países de América del Norte implica una estructura de los sistemas financieros centrada en esos mercados y si esta característica se reproduce a nivel de la estructura de financiamiento de las empresas. Los datos muestran que no hay una convergencia de ambas estructuras hacia un esquema basado en los mercados financieros, lo que sugiere una mínima posibilidad de modificar los comportamientos de financiamiento a través de políticas públicas que influyan en la estructura del sistema financiero.

*Palabras clave:* 1. Estructura financiera, 2. sistema financiero, 3. convergencia, 4. México, 5. América del Norte.

## ABSTRACT

This article analyses if the development of financial markets in North American countries means that financial systems structures are becoming market based and if this is shaping corporate financial structures in the same way. Data shows that there is no convergence of both structures toward a market based architecture. We conclude that public policies aimed to modify financial system structure have little influence in corporate financial choices.

*Keywords:* 1. Financial Structure, 2. Financial System, 3. Convergence, 4. Mexico, 5. North America.

\*Doctor en economía por Université Paris X-Nanterre. Investigador del Departamento de Economía de la Universidad Autónoma Metropolitana-Azcapotzalco. Dirección electrónica: fevevad@yahoo.com.mx

Fecha de recepción: 30 de octubre de 2007.

Fecha de aceptación: 4 de marzo de 2008.

## INTRODUCCIÓN

A partir de la década de 1980 se ha constatado un importante desarrollo de los mercados financieros en diversos países. En muchos casos, este desarrollo se debe a políticas públicas de liberalización del sistema financiero, tanto en el ámbito nacional como en el internacional. Esto explica el establecimiento de tratados comerciales que incluyen disposiciones referentes a las relaciones de inversión y financiamiento entre los países. Ha habido, en consecuencia, una creciente libertad para realizar actividades financieras internacionales y un desarrollo acelerado de los mercados financieros (la capitalización de los mercados de los países emergentes creció en más del doble durante la década pasada; pasó de menos de dos billones de dólares en 1995 a más de cinco trillones de dólares en 2006).<sup>1</sup>

Estos antecedentes llevan a plantear la hipótesis de una convergencia (entendida como un proceso de igualación y uniformidad) de las prácticas de financiamiento de las empresas y de la estructura de los sistemas financieros (pesos relativos de bancos y mercados financieros) hacia un esquema en el que predominan los mercados financieros en detrimento del sistema bancario.

En este trabajo se examina, entonces, si el análisis de datos financieros permite apoyar esta hipótesis. Sin embargo, hay que recordar primero que el análisis del comportamiento de financiamiento de empresas se realiza a partir de datos contables, los cuales pueden tener un diferente nivel de agregación y sujetarse a un tratamiento contable y analítico más o menos arbitrario, por lo que las conclusiones de los estudios sobre el tema en los diferentes países no suelen ser coincidentes. En particular, la existencia en la contabilidad nacional de cuentas sectoriales referentes al sector empresarial constituye un factor homogeneizador de los datos y de los procedimientos analíticos utilizados, lo que contribuye a explicar la similitud en las conclusiones obtenidas en el caso de estudios comparativos sobre países desarrollados y también las diferencias resultantes cuando se trata de países de diferente nivel de desarrollo (sobre todo por la ausencia de cuentas específicas sobre el sector empresarial en los países en vías de desarrollo, México incluido).

Este estudio deberá aceptar la siguiente limitación: la agregación, calidad y tratamiento de los datos difiere en los países analizados.

<sup>1</sup>Puede añadirse que “en porcentaje de la capitalización de los mercados mundiales, los mercados emergentes representan en la actualidad más de 12 por ciento y continúan creciendo rápidamente” (Cfr. Standard & Poors, *Global Stock Markets Factbook*, 2006).

Se señala en particular que los períodos analizados, de acuerdo con datos disponibles, son diferentes en el caso de Estados Unidos. Los datos de este país (1970-1994) son anteriores a los períodos estudiados para México (1995-2004) y Canadá (1990-2002).

Sin embargo, aun cuando los datos en el caso de E. U. corresponden a un período anterior, las cifras son pertinentes para el modesto objetivo que se persigue, a saber, apreciar una eventual evolución de los comportamientos de financiamiento de las empresas de México y de Canadá hacia el ejemplo más acabado de mercados financieros constituido por el sistema financiero de Estados Unidos. Los datos sobre este país constituyen un “esquema tipo” con el que se compara la evolución de las estructuras financieras en México y Canadá.

La estructura de esta exposición sigue la secuencia de análisis siguiente: *i*) Fuentes de datos para el análisis comparativo de los patrones de financiamiento de las empresas; *ii*) aspectos teóricos de la estructura de los sistemas financieros y del comportamiento de financiamiento de las empresas; *iii*) estructura de los sistemas financieros de los países de América del Norte y la evolución de la distribución del crédito bancario al sector privado, y *iv*) evolución del comportamiento de financiamiento de las empresas en América del Norte.

#### *FUENTES DE DATOS PARA EL ANÁLISIS COMPARATIVO DE LOS PATRONES DE FINANCIAMIENTO DE LAS EMPRESAS*

Un aspecto fundamental en el estudio de las estructuras financieras es el de los datos utilizados. De manera general, hay dos fuentes de información en el estudio del comportamiento de financiamiento de las empresas: los datos sobre el flujo de fondos entre diferentes sectores de la economía registrados en la contabilidad nacional y los datos contables de las empresas individuales.

Antes del trabajo de Mayer (1988), este tipo de estudios se realizaba utilizando sobre todo datos financieros de muestras representativas de empresas, por lo que los arreglos contables para comparar datos de diferentes países resultaban muchas veces arbitrarios. La utilización de datos de la contabilidad nacional y más precisamente de cuentas sectoriales referidas al sector empresarial ha permitido avanzar en el establecimiento de una metodología contable que avala las comparaciones entre países. Serletis y Pinnoi (2006) aportan, por cierto, una descripción detallada de las metodologías basadas en los flujos netos y brutos de la contabilidad

nacional que permiten analizar comparativamente las estructuras financieras de las empresas industriales de diferentes países.

Nosotros utilizaremos en nuestro análisis comparativo los resultados presentados por este autor en relación con las estructuras de financiamiento del sector industrial en Canadá y Estados Unidos, obtenidos a partir del análisis de los flujos de fondos netos de financiamiento al sector industrial (datos de la OCDE, 2002).

En el caso de México, debido a que en la contabilidad nacional se carece de cuentas que registren los datos contables del sector empresarial privado, utilizaremos datos del balance de una muestra de grandes empresas (GE) industriales cotizadas en la Bolsa Mexicana de Valores (véase Anexo 1). Para justificar la validez de este procedimiento nos apoyamos en la afirmación expresada por Singh y Hammid (1992:12), autores de importantes estudios comparativos sobre el comportamiento financiero de empresas, según la cual cada una de las fuentes de datos mencionada desemboca en conclusiones generales muy similares sobre los patrones de financiamiento de las empresas.<sup>2</sup>

Debe tomarse en cuenta que la intención en el estudio que se emprende no es establecer comparaciones numéricas sobre los porcentajes que representan las diferentes fuentes de financiamiento en las estructuras de financiamiento, sino primordialmente examinar y comparar la dirección de los cambios a lo largo del tiempo. Entonces se pueden plantear las siguientes ventajas y desventajas de la utilización de datos agregados y de datos de muestras de empresas:

Utilización de datos agregados: Ventajas: 1) Reduce considerablemente la arbitrariedad en la presentación y análisis de datos sobre el financiamiento de las empresas. 2) Homogeneiza los datos y permite establecer metodologías comunes de análisis de los datos facilitando así la comparación entre países.

Desventajas: La desventaja básica que detectamos es que pocos países disponen de datos agregados del sector empresarial.

<sup>2</sup>Para apoyar la validez de nuestro procedimiento subyaremos dos elementos: primero, nuestro estudio tiene un objetivo básicamente descriptivo sobre el sentido y la orientación de los cambios en el comportamiento de financiamiento de las empresas industriales; segundo, frente a la carencia de cuentas sectoriales que registren la evolución macroeconómica de ese comportamiento en México, y la no disponibilidad de datos sobre el comportamiento financiero de las Pymes, disponer de una muestra de un número considerable de empresas (40) y referidas a un período bastante largo (10 años) aporta ya informaciones importantes al estudio del comportamiento de financiamiento de las empresas. Respecto de la importancia económica de las grandes empresas (GE): Número de establecimientos del sector industrial (participaciones relativas): Micro = 91.6%, Pequeña = 6.3, Mediana = 1.2 y Grande = 0.9%. Participación en el total de trabajadores ocupados: Micro = 21%, Pequeña = 19.8; Medianas = 15.3 y Grandes = 43.9% (datos de los censos económicos 1994, INEGI, 1996).

Utilización de datos contables de las empresas: Ventajas: 1) Puede obtenerse datos de GE en todos los países con relativa facilidad. 2) Como se señaló, las conclusiones obtenidas mediante muestras de empresas pueden ser válidamente generalizadas a nivel global.

Desventajas: 1) La presentación y clasificación de los datos puede presentar diferencias considerables y, en consecuencia, dificultar la comparación de las estructuras financieras. 2) No es fácil encontrar un conjunto de empresas que presente datos completos en un período tan largo como el analizado en este trabajo (10 años). 3) Puede darse el caso de que una empresa, por tener un tamaño considerable en relación con el resto de las empresas de la muestra, influya en la estructura promedio de ésta.

Las dificultades de comparar los comportamientos financieros en los países de América del Norte, creemos, se ven superadas en gran medida al recurrir a la estrategia utilizada en este trabajo: comparación de datos de la contabilidad nacional de Canadá y Estados Unidos contra datos de grandes empresas de México (aceptando la ausencia de datos agregados). Nuestra metodología nos parece tan adecuada como otras que permiten estudiar el fenómeno que nos interesa; por ejemplo, la comparación de datos cruzados (para un mismo momento) entre industrias de un mismo país y entre países.

#### *ASPECTOS TEÓRICOS DE LA ESTRUCTURA DE LOS SISTEMAS FINANCIEROS Y DEL COMPORTAMIENTO DE FINANCIAMIENTO DE LAS EMPRESAS*

El planteamiento de una relación directa entre desarrollo económico y desarrollo del sistema financiero es ampliamente aceptado. Así, el importante trabajo de Levine (1997) muestra que hay una fuerte relación positiva entre indicadores del nivel de desarrollo del sistema financiero y algunos parámetros seleccionados del crecimiento económico.

Diversos estudios sobre este tema muestran que el comportamiento de financiamiento de las empresas es diferente según el nivel de desarrollo de los países, lo que podría reflejar la modificación de la estructura de los sistemas financieros que acompaña al desarrollo económico. Levine señala a este respecto que el análisis teórico y los estudios empíricos no han llegado a conclusiones definitivas sobre el sentido de la relación de causalidad que se establece entre el desarrollo del sistema financiero y el desarrollo económico, dando lugar al planteamiento de una

causalidad bidireccional. Puesto que esta relación bidireccional pasa por el aporte de recursos de financiamiento a las empresas, puede plantearse entonces la hipótesis de la existencia de una relación de mutua determinación entre la estructura del sistema financiero y la estructura de financiamiento de las empresas. Es decir, que la preferencia de las empresas por una cierta vía de financiamiento repercute en la estructura del sistema financiero y, al mismo tiempo, esta estructura determina la elección de la vía de financiamiento por la empresa, y en consecuencia, su estructura financiera.

Sin embargo, el importante trabajo de Mayer (1988) cuestiona esta relación directa entre estructura del sistema financiero y el comportamiento de financiamiento de las empresas, y conduce a un planteamiento de indiferencia de las decisiones de financiamiento de la empresa respecto de la estructura del sistema financiero.

Expondremos, sucesivamente, las características de las estructuras financieras de las empresas en países desarrollados y en países en vías de desarrollo y la relación estructura del sistema financiero-estructura financiera de las empresas, con la cual haremos referencia al trabajo de Mayer (1988).

### *Características de las estructuras financieras de las empresas en países desarrollados y en países en vías de desarrollo*

En su importante estudio sobre las estructuras financieras en los países en desarrollo Singh y Hamid (1992) plantean –entre otras– dos preguntas fundamentales: 1) ¿El financiamiento por deuda domina a los otros tipos de financiamiento? 2) ¿Hay diferencias importantes en los patrones de financiamiento de las empresas en los países en vías de desarrollo y los países desarrollados?

Estos autores aportan respuestas interesantes a esas preguntas. Por una parte, haciendo referencia a los trabajos de Mayer (1988) y Taggart (1985), recuerdan las características principales del financiamiento de las empresas en los países desarrollados: 1) el crecimiento de las empresas es financiado principalmente por fuentes internas, 2) hay una reducida participación de los mercados financieros (bonos, acciones, títulos de corto plazo) en el financiamiento de las empresas y 3) el aporte de los bancos es fundamental.

En su ya mencionado trabajo acerca de las características de financiamiento de las empresas en los países en vías de desarrollo, Singh y Hamid (1992) obtienen las siguientes conclusiones: 1) el nivel de los recursos internos en el financiamiento

de las empresas es inferior al observado en los países desarrollados; 2) en relación con el financiamiento externo, señalan que éste se realiza sobre todo mediante la emisión de acciones y sólo de manera secundaria a través de deuda. Confrontaremos, entonces, más adelante, estos resultados con las cifras obtenidas respecto del financiamiento de las empresas en los países de América del Norte.

Por otro lado, se subraya que el análisis de las características del financiamiento de las empresas en países de diferente nivel de desarrollo se enmarca en la perspectiva de análisis más amplia de la relación de la estructura financiera de las empresas y la estructura del sistema financiero (Booth *et al.*, 1999). En el siguiente apartado se exponen algunos de los principales aspectos de esta relación.

### *La relación estructura del sistema financiero-estructura financiera de las empresas*

La relación directa entre el desarrollo del sistema financiero y el desarrollo económico establecida por importantes estudios (Levine, 1997) ha conducido al cuestionamiento sobre el papel relativo de los mercados financieros y del sistema bancario en el proceso de desarrollo económico (Renversez, 2001), lo que ha sustentado la clasificación de los sistemas financieros entre los Bank Based System y Market Based System (BB-MB).

El interés de esta distinción es que permite subrayar las ventajas del financiamiento vía bancos y vía los mercados financieros, respectivamente, en el apoyo al crecimiento económico (Dolar, Meh, 2002). Esta clasificación sugiere que el apoyo del sistema financiero se concretiza en el aporte continuo e importante de recursos de financiamiento, por parte de los bancos o de los mercados financieros, de manera que la preponderancia de uno u otro en el sistema financiero se refleja en la estructura de financiamiento de las empresas.

Los estudios basados en los flujos de financiamiento brutos y en muestras representativas han apoyado de manera recurrente esta relación entre estructura del sistema financiero y estructura de financiamiento de las empresas. Por el contrario, el estudio realizado por Mayer (1988), basado en los flujos netos de financiamiento (a partir de datos de la contabilidad nacional presentados por la OCDE) concluye que las estructuras de financiamiento de las empresas en diferentes países es muy similar.

Esta conclusión se apoya en estudios posteriores, lo que ha conducido al denominado Net Flow Puzzle, que hace referencia al hecho de que estos resultados conducen a preguntarse sobre la pertinencia de la distinción mencionada entre los sistemas financieros.

Con más precisión, se cuestiona el hecho de que la diferencia de los sistemas financieros entre Bank Based y Market Based sugiera aceptar una determinación sistémica entre la estructura del sistema financiero y la estructura financiera de las empresas. No habría entonces una relación estrecha entre patrones de financiamiento de las empresas y medio ambiente financiero del país en que se sitúa (Allen, 2000:17). Respecto de este planteamiento pueden hacerse las siguientes observaciones:

- 1) Si la estructura financiera de las empresas no está determinada de manera importante por el sistema financiero, la posibilidad de una convergencia hacia una estructura financiera común, fundada en el desarrollo de los mercados, es muy reducida. De hecho, la convergencia en la preponderancia de los mercados financieros no podría ser resultado de disposiciones de política que apoyan su desarrollo.

Si las características de la estructura del sistema financiero se reflejan en el comportamiento financiero de las empresas, puede plantearse la interrogante de una evolución convergente de este comportamiento en México y Canadá hacia el “esquema tipo” de mercados financieros que constituyen Estados Unidos, entendiendo el crecimiento de los mercados financieros en los tres países. Este “esquema tipo” hace referencia a la importancia de los mercados financieros en el financiamiento de las empresas, pero el significado de esta expresión debe precisarse: el papel significativo de los mercados financieros se aprecia en la participación de los recursos provenientes de estos mercados en la estructura financiera de las empresas, pero más esencialmente en la importancia de los recursos financieros de origen interno, que reflejan un alto grado de independencia de las empresas respecto del sistema bancario (y en consecuencia un papel secundario de éste en el financiamiento de las empresas).

- 2) El Net Flow Puzzle se sustenta en resultados obtenidos a partir del estudio de países de similar nivel de desarrollo (principales miembros de la OCDE), lo que explica en gran medida la conclusión de una semejanza en los patrones de financiamiento de las empresas, independientemente de las características del sistema financiero; en este sentido, esta conclusión, a saber, la neutralidad de la estructura del sistema financiero respecto de la estructura de financiamiento de las empresas apoya los planteamientos de los análisis más recientes sobre la relación entre el sistema financiero y el crecimiento. Me refiero a la afirmación según la cual lo que es determinante en el apoyo al desarrollo económico, no



es tanto las fortalezas relativas de bancos o mercados financieros en el aporte de fondos a las empresas, sino el nivel general de la calidad del funcionamiento del sistema financiero en su conjunto y del sistema legal, en cuanto a la protección de los derechos de propiedad y el apoyo al respeto de los contratos (Levine, 2003). La distinción BB-MB es así superada por una concepción más global sobre el papel que juega el sistema financiero en apoyo al crecimiento económico.

- 3) La diversidad de estructuras del sistema financiero en los países de América del Norte muestra que hay un importante elemento de determinación histórica que no es eliminado por las disposiciones de política financiera. Los análisis recientes plantean que la tradición legal (Common Law-Civil Law) ha sido determinante en la evolución de la estructura del sistema financiero. Más precisamente, aquellos países basados en la Civil Law presentan un menor desarrollo de los mercados financieros (La Porta *et al.*, 1997). Sean cuales fueren las razones legales, históricas u otras, el hecho es que se constata lo siguiente: El crecimiento de los mercados financieros no ha desembocado hasta hoy en estructuras del sistema financiero similares en los países de América del Norte.
- 4) Se puede plantear que el nivel de desarrollo de los países es determinante en la eventual existencia de una situación de neutralidad del sistema financiero respecto de la estructura de capital de las empresas. El nivel de desarrollo influye en la información financiera disponible y en las técnicas aplicables para su análisis. Más precisamente, límites informacionales, ligados al desarrollo de los sistemas financieros, se traducen en niveles diferentes de disponibilidad y acceso a las fuentes de financiamiento de las empresas en los países desarrollados y en vías de desarrollo. Es comprensible, como lo sugiere Levine (1997), que al analizar las características de financiamiento de las empresas en los países desarrollados —en los que disponen de cuentas sectoriales sobre el comportamiento financiero de las empresas y en donde las prácticas financieras y contables son muy homogéneas— se pueda concluir en la existencia de similitudes entre estos países. En el caso del Net Flow Puzzle, el estudio de Mayer, centrado en los principales países de la OCDE, concluye así a la similitud de los comportamientos financieros de las empresas. En cambio, en los países en desarrollo en donde muchas empresas no llevan registros contables adecuados, en los que (como lo señalamos ya para México) la contabilidad nacional no comprende cuentas específicas sobre el comportamiento financiero de las

empresas y no cuentan con organismos centralizadores de la información financiera de las empresas (como las centrales de balances en Francia), los análisis sobre este tema deben realizarse a partir de muestras representativas de empresas. En estas condiciones resulta difícil concluir a una similitud en las estructuras de financiamiento de las empresas entre los países en desarrollo y entre países de nivel de desarrollo diferente. Partiremos entonces de la hipótesis según la cual estas estructuras reflejarán la preponderancia de bancos y mercados financieros en el sistema financiero.

Con el fin de verificar este planteamiento emprenderemos a continuación el estudio comparado de las estructuras de los sistemas financieros en los países de América del Norte.

*ESTRUCTURA DE LOS SISTEMAS FINANCIEROS DE LOS PAÍSES DE AMÉRICA DEL NORTE Y EVOLUCIÓN DE LA DISTRIBUCIÓN DEL CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO*

Los sistemas financieros de Estados Unidos y Canadá son considerados Market Based Systems, puesto que en ellos predominan los mercados financieros como poseedores de los activos financieros de la economía; por otra parte, el sistema financiero mexicano puede clasificarse como un Bank Based System, ya que el sistema bancario posee un elevado porcentaje de los activos financieros. Para mostrar la veracidad de esta clasificación mostraremos en un primer punto el indicador siguiente para los tres países: Participación de los bancos y de otras instituciones financieras en la propiedad de los activos financieros totales. En un segundo punto se muestra, inicialmente, la evolución reciente de la distribución del crédito bancario al sector privado en los países de América del Norte, y se aprecia el contexto macroeconómico en el que ha tenido lugar la evolución de la estructura financiera de las empresas y, posteriormente, plantearemos la relación del monto de capitalización del mercado accionario al PIB, a fin de apreciar la importancia de los mercados financieros en esas economías.

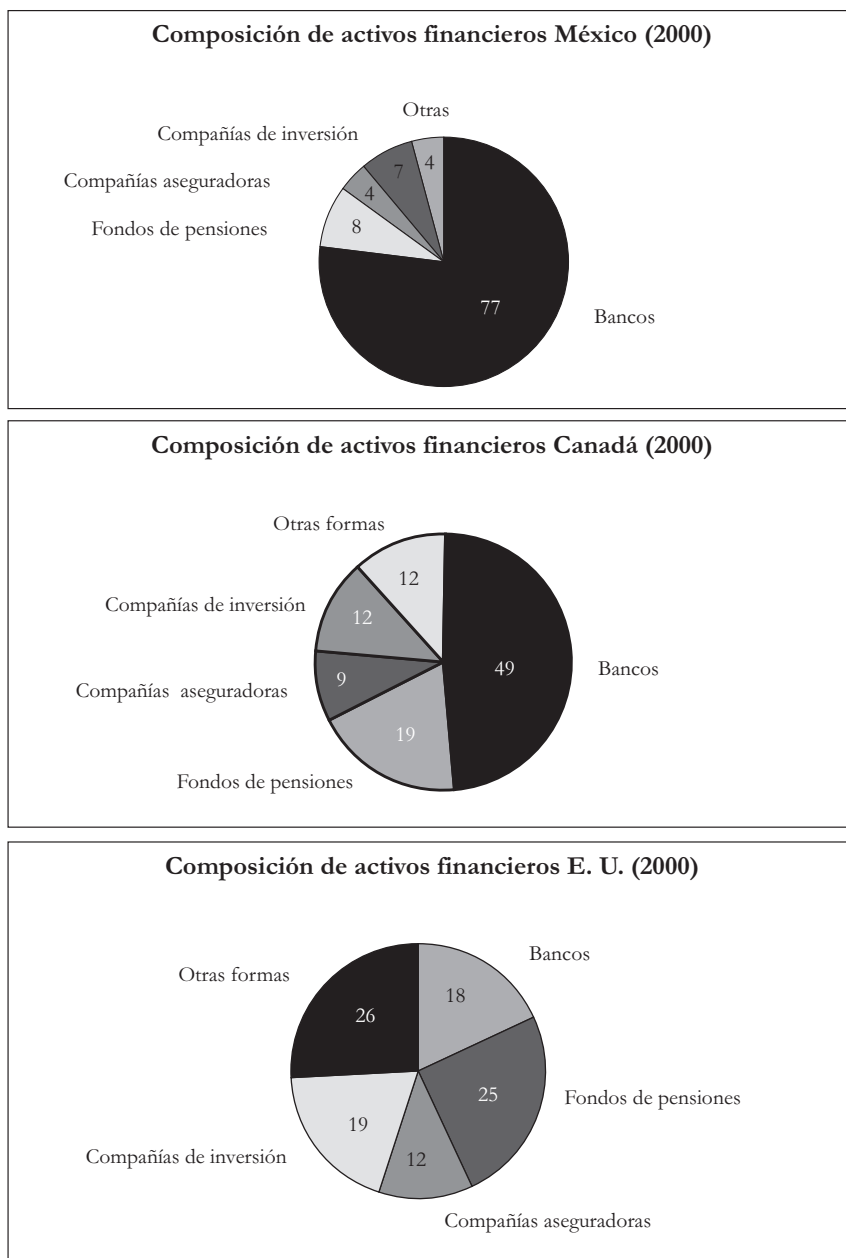
*Estructura de los sistemas financieros de los países de América del Norte*

La clasificación de los sistemas financieros entre Bank Based y Market Based hace referencia al tipo de institución financiera preponderante en una economía, en el primer caso, el sistema bancario posee la mayoría de los activos financieros de la economía y sus activos totales son importantes en relación con el PIB; en el segundo caso, son los mercados financieros quienes administran la mayoría de los activos financieros y el peso de los activos bancarios en el PIB es moderado. Ejemplos de Bank Based Systems son los sistemas financieros de Alemania, Francia y Japón. En cambio, los sistemas financieros de Estados Unidos y Reino Unido son clasificados como Market Based Systems. En la figura 1 se presentan datos de la importancia relativa de bancos y mercados financieros en la economía en los países de América del Norte a manera de obtener conclusiones sobre su pertenencia a uno u otro tipos de sistemas financieros.

Se puede constatar que, en el caso de México, los bancos poseen más de las dos terceras partes de los activos financieros mientras que en Canadá los bancos administran aproximadamente la mitad de esos activos, y en Estados Unidos menos de la cuarta parte.

Se considera entonces al estadounidense como un sistema financiero de tipo Market Based, en tanto que el caso de México es del tipo Bank Based. Canadá constituye un caso intermedio en donde los bancos desempeñan un papel relevante en la economía, sin que por eso los mercados financieros dejen de tener importancia significativa. Esto muestra que el desarrollo de los mercados financieros no implica necesariamente una débil intermediación bancaria.

Mercados financieros desarrollados no significa tampoco financiamiento importante para las empresas de parte de estos mercados. En efecto, se ha observado en los diferentes países una reorientación del ahorro desde los depósitos bancarios hacia los mercados financieros. Éstos han concentrado, así, cada vez más el ahorro de la economía sin que esto se traduzca necesariamente en un mayor financiamiento para las nuevas inversiones de las empresas. Es decir, que mayor ahorro financiero no implica mayor financiamiento de la inversión. Para apreciar mejor la importancia del crédito bancario y de los mercados financieros en el financiamiento de la inversión, se observa en el punto siguiente la relación respecto al PIB de dos indicadores: crédito bancario al sector privado y capitalización del mercado accionario.

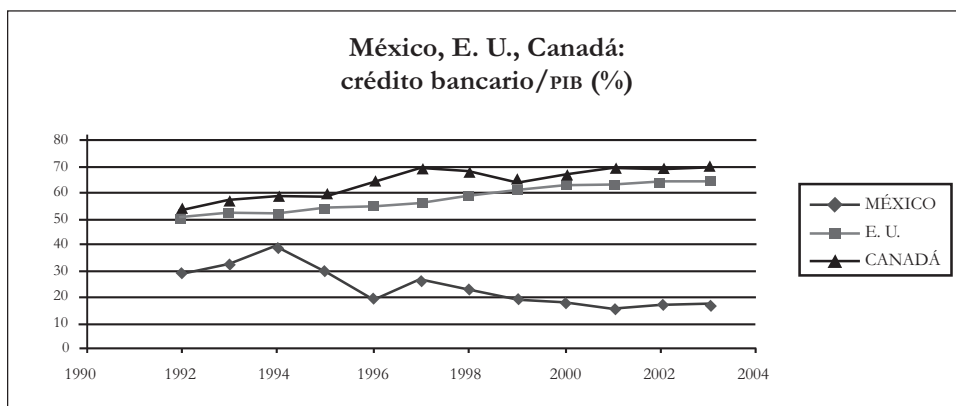


Fuente: OCDE, *Gaceta de Economía*, abril de 2002, p. 147.

FIGURA 1. *Composición de los activos financieros en México, Canadá y Estados Unidos (porcentaje de los activos totales)*

*Evolución del crédito bancario al sector privado y capitalización del mercado accionario en los países de América del Norte*

La evolución del crédito bancario al sector privado nos informa sobre las características expansivas o restrictivas del marco macroeconómico en el que se sitúa el financiamiento de las empresas. Por su parte, la relación del monto de capitalización del mercado accionario es un indicador de la importancia de los mercados financieros en la economía. En la figura 2 se observa la participación del crédito bancario en el sector privado en relación con el PIB en los países de América del Norte.



**Fuente:** Elaboración propia a partir de datos del FMI.

FIGURA 2. *Crédito de la banca comercial al sector privado como porcentaje del PIB en México, Canadá y Estados Unidos. Período 1992-2003*

Se puede hacer tres observaciones a la figura 2: Primero, la participación del crédito al sector privado en el PIB es más importante en Canadá que en Estados Unidos y en este último esa participación es más importante que en México. Segundo, hay una evolución claramente opuesta en la distribución de crédito bancario al sector privado desde 1994. Mientras que en Canadá y Estados Unidos el crédito al sector privado en relación con el PIB aumenta de manera constante, en México se observa lo contrario, una reducción muy significativa de esta relación. Más precisamente, en los tres países estudiados la evolución del crédito bancario

es positiva desde inicios de la década de 1990; pero mientras que en Estados Unidos y Canadá esa tendencia se mantuvo después de 1994 y hasta nuestros días, en México la tendencia se invirtió a partir de ese año, conduciendo a una participación del crédito en el PIB muy reducida (38.7 en 1994 *vs* 16.3 en 2003). Las participaciones promedio en los periodos 1992-1994 y 1995-2004 del crédito bancario en el PIB muestran claramente la evolución contrastante de este indicador en los tres países (cuadro 1). Tercero, la diferencia en este indicador en Estados Unidos y Canadá, por una parte, y México por otra, es cada vez más amplia. Observamos entonces una evolución divergente del crédito bancario al sector privado en Estados Unidos y Canadá, por un lado, y en México por otro. Al mismo tiempo se observó una creciente importancia de los mercados financieros en la economía (cuadro 2). Salta a la vista, en particular, el impresionante crecimiento de los mercados financieros en la década de 1990 en Estados Unidos (1998).

CUADRO 1. *Participaciones promedio en los periodos 1992-1994 y 1995-2004 del crédito bancario al sector privado en el PIB en los países de América del Norte (%)*

1992-1994	32.86	51.05	56.26
1995-2004	20	59.22	66.36

**Fuente:** Elaboración propia a partir de datos del FMI.

CUADRO 2. *Capitalización del mercado accionario en relación con el PIB en México, Canadá y Estados Unidos (1990 y 1998) (%)*

País	1990	1998
México	12.45	21.78
Canadá	60.22	88.11
E. U.	52.72	154

**Fuente:** Elaboración propia con datos provenientes de US Census 2000, en [www.allcountries.org](http://www.allcountries.org), PIB: FMI, Estadísticas Financieras Internacionales, 1995.

## *EVOLUCIÓN DEL COMPORTAMIENTO DE FINANCIAMIENTO DE LAS EMPRESAS EN AMÉRICA DEL NORTE*

Para estudiar el comportamiento del financiamiento de las empresas en América del Norte se presenta, primero, las conclusiones del estudio de Serletis y Pinnoi (2006) acerca de Estados Unidos y Canadá; enseguida, se expone un análisis del comportamiento de financiamiento de las grandes empresas industriales en México y, por último, se efectúa un análisis comparativo de los resultados obtenidos.

El estudio comparativo comprende los siguientes períodos: 1990-2002 para Canadá, 1995-2004 para México, en el caso de Estados Unidos se dispone de valores promedio para el período 1970-1994. Antes debo hacer una aclaración importante: un principio que se plantea en el estudio presentado a continuación es que los flujos de financiamiento determinan con el paso del tiempo la estructura de financiamiento de las empresas. En otras palabras, esta estructura (lado derecho del balance) es el resultado acumulado de las decisiones de financiamiento (flujos) de las empresas para la adquisición de nuevos activos (Barclay y Smith, 2001:202). En consecuencia, es válido efectuar una comparación entre los flujos de financiamiento de las empresas (datos para Canadá y Estados Unidos, por un lado) y los *stocks* de recursos de financiamiento (datos para México, por otro). Los datos disponibles obligan a seguir este procedimiento comparativo que parece adecuado al modesto objetivo que se plantea: observar las tendencias en la importancia relativa de las diferentes fuentes de financiamiento de las empresas en los tres países mencionados. Después de analizar el comportamiento de financiamiento de las empresas en Estados Unidos y Canadá, se realiza ese mismo análisis en el caso de las GE industriales mexicanas. Por último, se expone un estudio comparado del financiamiento de las empresas en América del Norte.

### *Características del patrón de financiamiento de las empresas en Estados Unidos y Canadá*

El estudio de Serletis y Pinnoi (2006) sobre los patrones de financiamiento de las empresas en Estados Unidos y Canadá hace referencia al financiamiento de la nueva inversión en activos físicos, y fue realizado a partir de los flujos de efectivo netos, utilizando datos de la contabilidad nacional de esos países presentados por la OCDE. Un primer panorama informativo referente al comportamiento de financiamiento de las empresas en Canadá se presenta en el cuadro 3.

Los resultados esenciales obtenidos por Serletis y Pinnoi (2006) para las empresas canadienses se pueden presentar de la siguiente manera: 1) El financiamiento interno es la fuente más importante de financiamiento de las inversiones físicas y su participación aumenta en el período señalado. 2) El financiamiento bancario (intermediado) aporta una pequeña fracción del financiamiento total y su participación se vuelve negativa. 3) El financiamiento mediante la emisión de acciones aumenta rápidamente.

CUADRO 3. *Participaciones de las diferentes fuentes de financiamiento de las inversiones físicas de las empresas privadas no financieras en Canadá. Período 1990 a 2002 (%)*

	1990-1994	1995-1999	2000-2002
Financiamiento interno	92.1	91.1	105.9
Financiamiento intermediado	14.5	-3.2	-6.2
Bonos	18.5	6.4	3
Capital	6.8	15.1	19.9
Crédito comercial	1.5	-2.2	1.5
Transferencia de K	4	2.2	2.1
Otros	-35	-10.7	-23
Ajuste estadístico	-4	1.2	-3.4

**Fuente:** Serletis y Pinnoi (2006) (a partir de datos de la contabilidad nacional de la OCDE).

Se subraya que la participación de los mercados financieros (emisión de obligaciones y acciones) es muy superior al financiamiento bancario. Serletis y Pinnoi (2006) presentan también datos sobre la participación promedio de cada fuente de financiamiento para Canadá y Estados Unidos, en los períodos 1990-2002 y 1970-1994, respectivamente (cuadro 4). Señalo que la utilización de estos datos (que se refieren a un período anterior para Estados Unidos) se explica por la comparación en términos de flujos netos para Estados Unidos y Canadá que exponen. Lo que contribuye en gran medida al análisis comparativo que se realiza en este trabajo. También se indica que en el período posterior a 1994 (y hasta 2000), la estructura de financiamiento de las empresas no financieras en Estados Unidos evolucionó en un sentido que reafirma las características puestas en evidencia por los datos de 1970 a 1994 a saber, preponderancia del financiamiento interno y aporte negativo del mercado accionario (US Census 2000).



Las principales observaciones en relación con el cuadro 4 son las siguientes:

- 1) La principal fuente de financiamiento de las inversiones físicas son los recursos generados internamente; éstos representaron en promedio durante los períodos señalados para Canadá y Estados Unidos, respectivamente, 90.1 y 96.1 por ciento.
- 2) Los bancos aportan una fracción poco importante del financiamiento, pero superior en promedio en Estados Unidos (1.7 y 11.1 %, en Canadá y Estados Unidos, respectivamente).
- 3) En relación con el financiamiento mediante los mercados financieros, la participación de la emisión de bonos es poco importante en Canadá pero significativa para Estados Unidos (8.7 para Canadá y 15.4 % para Estados Unidos), mientras que la emisión de acciones que es significativa en Canadá (11 %) tiene un aporte negativo en Estados Unidos (-7.6 %). La participación conjunta de los mercados financieros, bonos y capital es de 19.7 y 7.8 por ciento en Canadá y Estados Unidos, respectivamente.

CUADRO 4. *Participaciones promedio de las diferentes fuentes de financiamiento de las inversiones físicas de las empresas privadas no financieras en Canadá y Estados Unidos*  
*Canadá: Período 1990-2002; Estados Unidos: Período 1970-1994 (%)*

	Canadá	E. U.
Financiamiento interno	90.1	96.1
Financiamiento intermediado	1.7	11.1
Bonos	8.7	15.4
Capital	11	-7.6
Crédito comercial	-1.3	-2.4
Transferencia de K	4	----
Otros	-17.3	-4.4
Ajuste estadístico	-3.9	-8.3

Fuente: Serletis y Pinnoi (2006) (a partir de datos de la contabilidad nacional OCDE).

Los datos muestran características similares en el patrón de financiamiento de las empresas en Canadá y Estados Unidos: preponderancia del financiamiento interno, importancia significativa de los mercados financieros y aporte secundario

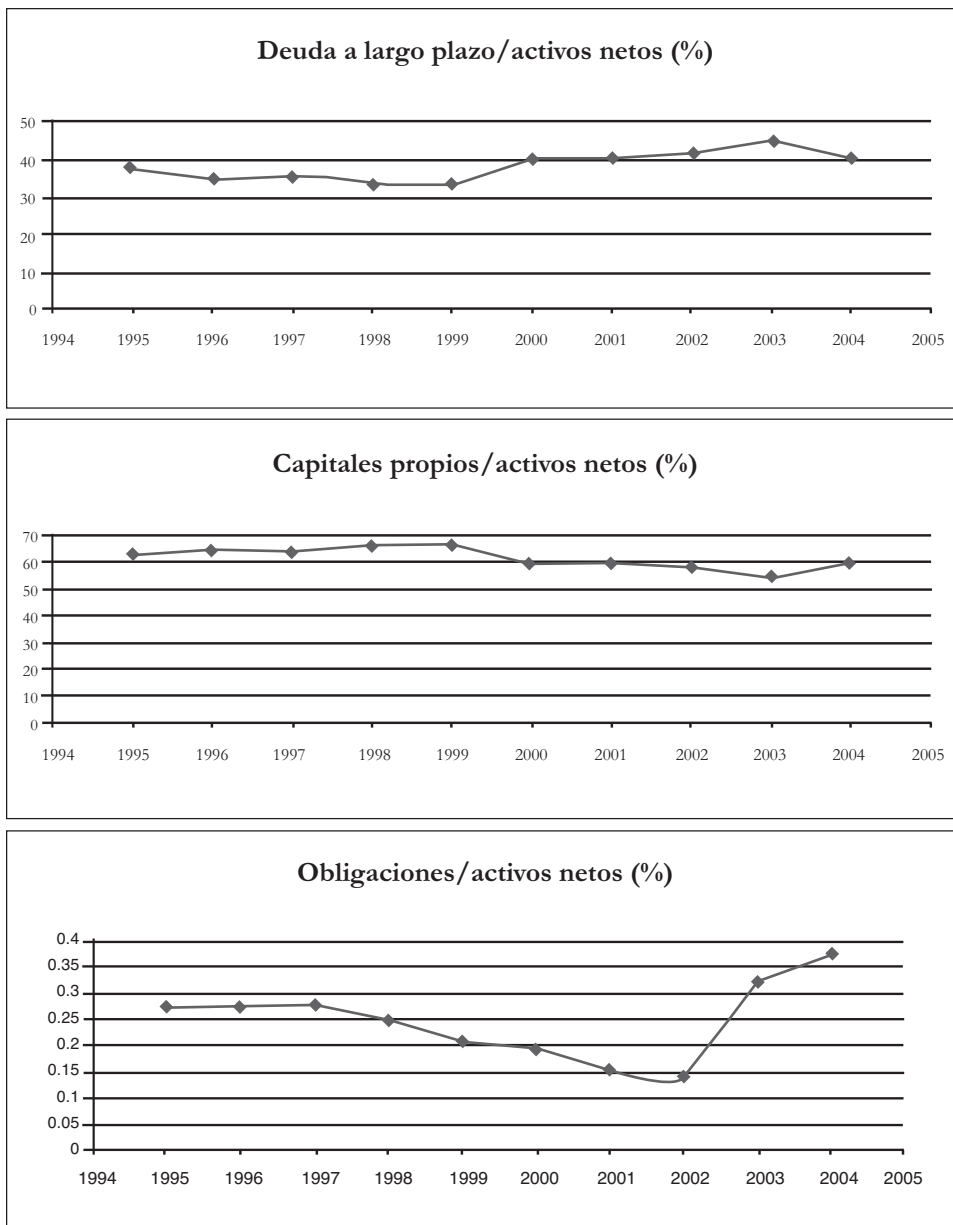
del financiamiento bancario. La pregunta ahora es cómo se sitúan estas características respecto de las observadas en el caso de las grandes empresas industriales mexicanas.

*Comportamiento de financiamiento de las grandes empresas (GE) industriales en México en el período 1995-2004*

El estudio del comportamiento de financiamiento de las empresas en México debe realizarse a partir de datos contables presentados por las grandes empresas (GE), debido a la ausencia de cuentas sectoriales específicas. Se utilizan aquí los datos del balance de una muestra de 40 GE industriales cotizadas en la BMV (Anexo I).

Para analizar el financiamiento del crecimiento de las GE industriales mexicanas se utiliza el concepto de activos netos (AN), es decir, la diferencia de los activos totales menos los pasivos circulantes, ocupándose únicamente de los recursos de financiamiento de largo plazo. Se interpretan entonces los activos netos como activos de largo plazo, es decir, como activos de inversión que sustentan el crecimiento de la empresa, a diferencia de los activos de corto plazo o de explotación (estoy obligado a asumir este supuesto fuerte, pues no se disponen de datos sobre la inversión financiera de las empresas). Este planteamiento justifica hacer referencia al financiamiento de la inversión o del crecimiento de la empresa. Se señala que debido a las limitaciones en la información sobre el pago de dividendos y la emisión de acciones, este análisis se basa en la igualdad señalada por Singh y Hamid (1992), que él llama la “identidad del crecimiento”, y que hace referencia a la necesaria igualdad entre el valor de los activos y la suma de las fuentes externas e internas de financiamiento.

En la figura 3 se observan las participaciones de la deuda a largo plazo, del capital y de la emisión de obligaciones en el financiamiento de la inversión de las GE industriales en México. Esta gráfica permite establecer las observaciones siguientes: 1) La deuda a largo plazo reduce su participación en el financiamiento de los activos netos entre 1995 y 1998; a partir de 1999 su participación progresa de manera constante con una pequeña reducción en 2004. 2) Correlativamente, el peso de los capitales propios aumenta entre 1995 y 1998 para reducirse a partir de 1999. 3) El financiamiento mediante la emisión de obligaciones tiene un peso muy reducido en el financiamiento de los activos netos. Aun cuando progresa en los dos últimos años estudiados (2003 y 2004) no alcanza ni siquiera 1 por ciento del valor de los activos totales (el peso de las obligaciones está incluido en la deuda de largo plazo).



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la BMV.

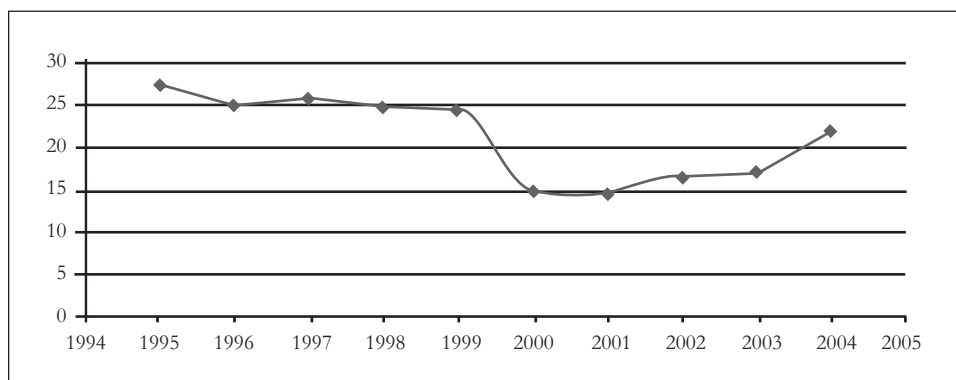
FIGURA 3. Participación de la deuda a largo plazo de los capitales propios y de la emisión de obligaciones en los activos netos de las GE en México (1994-2004)

Los pesos promedio de la deuda y de los capitales propios en los períodos 1994-98 y 1999-2004 se presentan en el cuadro 5. La estimación del financiamiento interno de las GE se dificulta, ya que los datos sobre el pago de dividendos y los montos de depreciación no aparecen sistemáticamente en la información recabada. Se procede entonces, así: Se parte de la identidad del crecimiento, el valor de los activos netos es igual a la suma del financiamiento mediante deuda y mediante capitales propios; el monto de estos últimos se compone básicamente de los recursos obtenidos externamente mediante la emisión de acciones y de la acumulación de las utilidades retenidas. Se utiliza entonces para estimar el financiamiento interno un rubro que puede asimilarse a las utilidades retenidas: el monto indicado como “capital ganado”. La relación “capital ganado/activos netos” es un indicador del peso y del sentido de evolución del financiamiento interno de estas empresas (figura 4).

CUADRO 5. *Participaciones promedio de la deuda y de los capitales propios en los períodos 1995-1998 y 1999-2004 de las GE mexicanas (%)*

	Deuda a LP	Obligaciones	Cap. propios
1995-1998	35.4	0.27	64.6
1999-2004	40.5	0.23	59.5

**Fuente:** Elaboración propia a partir de datos de la BMV.



**Fuente:** Elaboración propia a partir de datos de la BMV.

FIGURA 4. *Participación del capital ganado en los activos netos*

Las participaciones promedio del capital ganado en los activos netos en los períodos 1995-1998 y 1999-2004 fueron los siguientes (cuadro 6):

CUADRO 6. *Participación promedio del capital ganado en el financiamiento de los activos netos de las grandes empresas (%)*

1995-1998	25.7
1999-2004	18.24

**Fuente:** Elaboración propia a partir de datos de la BMV.

Nuestra estimación del financiamiento interno de las GE muestra que este financiamiento tiene una importancia moderada y que se reduce en el período 1999-2004 respecto del período 1995-1999, de 25.7 a 18.24 por ciento de los activos netos.

Estos datos promedio permiten estimar el peso del financiamiento mediante la emisión de acciones a través de la diferencia entre el valor de la participación de los capitales propios y la estimación del financiamiento interno que obtuvimos. El financiamiento mediante emisión de acciones representaría en los períodos 1995-1998 y 1999-2004, 38.9 y 41.26 por ciento, respectivamente, del financiamiento de los activos netos.

Los resultados esenciales de nuestro análisis del comportamiento de financiamiento de las GE industriales en México se resumen en el cuadro 7.

CUADRO 7. *Estructura de financiamiento de las grandes empresas industriales en México. Promedio de los períodos 1995-1998 y 1999-2004 (%)*

Períodos	Financiamiento interno	Financiamiento externo	Deuda a largo plazo	Obligaciones*	Acciones
1995-1998	25.7	74.3	35.4	0.27	38.9
1999-2004	18.24	81.76	40.5	0.23	41.26

\*La participación de las obligaciones se incluye en la deuda a largo plazo.

**Fuente:** Elaboración propia a partir de datos de la BMV.

A partir de los datos presentados se obtiene las siguientes conclusiones sobre el comportamiento de financiamiento de las GE industriales en México:

- 1) Las empresas financian su inversión sobre todo con recursos externos, y la importancia de estos recursos aumenta en el período 1999-2004 (81.76%).
- 2) Por su parte, el financiamiento interno tiene una participación moderada en el total del financiamiento y se reduce en el período 1999-2004 (18.24%).
- 3) Dentro del financiamiento externo, una participación importante corresponde al endeudamiento bancario a largo plazo. Su peso en el total del financiamiento de los activos netos progresa en el período 1999-2004, cuando alcanza en promedio 40.5 por ciento.
- 4) La participación del financiamiento mediante la emisión de títulos en los mercados financieros es preponderante y progresa en el período 1999-2004. Sin embargo, las participaciones de obligaciones y acciones son muy diferentes; mientras que las obligaciones representan sólo 0.23 por ciento del financiamiento de los activos netos en este último período, la emisión de acciones aporta 41.26 por ciento del total del financiamiento.

Como ya se mencionó, los estudios realizados sobre las estructuras de financiamiento de países de diferente nivel de desarrollo establecen que éstas presentan características distintas. Se procede ahora a confrontar nuestros resultados contra esas características distintivas en los países de América del Norte.

#### *Análisis comparado de los patrones de financiamiento de las empresas en los países de América del Norte*

Las características esenciales del comportamiento financiero de las empresas en los países desarrollados se pueden sintetizar de la siguiente manera (Singh y Hamid, 1992): elevado financiamiento interno, reducida participación de los mercados financieros (obligaciones y acciones) e importante financiamiento bancario. Las empresas en los países en vías de desarrollo presentan, en cambio, un financiamiento interno reducido, elevada utilización de la emisión de acciones y un financiamiento mediante deuda bancaria moderado. Se confrontan ahora estas características contra las cifras relevantes de nuestro estudio para proceder a un análisis comparativo de las estructuras financieras de las empresas en América del Norte. La información necesaria se presenta en el cuadro 8.

Ya que los datos presentados sobre las empresas estadounidenses son un promedio de un período muy amplio (1970-1994), se muestra en el cuadro 9 los datos en promedio de la década de 1980 sobre la estructura financiera de estas empresas.

CUADRO 8. *Estructuras financieras comparadas de las empresas industriales en América del Norte. Períodos: México 1995-2004, Canadá 1990-2002, Estados Unidos 1970-1994*

	México	Canadá	E. U.
Financiamiento interno	22	96.4	96.1
Financiamiento externo*			
Financiamiento intermediado	37.7	1.7	11.1
Obligaciones	0.25	9.3	15.4
Capital	40.08	13.93	-7.4

\*En el caso de Canadá y Estados Unidos, la suma excede 100 por ciento debido a valores negativos en dos rubros ("Otros" y "Ajuste Estadístico", véase el cuadro 3) de la estructura financiera, registrados en las cuentas nacionales de la OCDE.

Fuente: Datos de la contabilidad nacional de la OCDE.

CUADRO 9. *Estructura financiera de las empresas americanas durante la década de 1980 (%)*

Financiamiento interno	70.6
Acciones	-4.9
Crédito bancario	11.7
Crédito comercial	6.9
Obligaciones y títulos cortos	16.2
Otros	0.5

Fuente: Aglietta (1995:19).

La evolución de la participación de las obligaciones se aprecia mejor con la información presentada en el cuadro 10.

Esos datos permiten establecer el sentido de evolución de los rubros que componen la estructura financiera de las empresas americanas en comparación con los datos promedio del período 1970-1994 del cuadro anterior. Así, se puede establecer que el financiamiento interno se encuentra en progresión (lo contrario implicaría un valor promedio en la década de 1970 superior a 100%); el sentido de evolución de las acciones es de disminución; las obligaciones progresan y el crédito bancario se reduce.

CUADRO 10. *Estructura de la deuda de las sociedades privadas no financieras americanas (1970-1992) (%)*

	1970	1980	1990	1992
Papel comercial	2	3	5	4
Préstamos de instituciones no bancarias	3	8	15	13
Obligaciones	46	47	49	53
Préstamos bancarios	49	42	31	30
Total	100	100	100	100
Total mmd	369	877	2 375	2 405

Fuente: Aglietta, (1995).

Se pueden hacer las siguientes observaciones relacionando los diferentes cuadros presentados (los datos promedio hacen referencia a los períodos: México 1995-2004, Canadá 1990-2002, Estados Unidos 1970-1994):

- 1) La participación del financiamiento interno en Canadá y Estados Unidos es similar, pues se aproxima a 100 por ciento de su inversión, y está progresando; en cambio, en México representa sólo 22 por ciento de los recursos de financiamiento en el período y se encuentra en disminución.
- 2) El financiamiento intermediado (bancario) es muy importante en México (37.7%, en promedio), supera al financiamiento interno y está progresando; es poco importante en Canadá (1.7%, en promedio) y disminuye hasta hacerse negativo; en Estados Unidos tiene cierta importancia (11.1%, en promedio) pero está disminuyendo.
- 3) El financiamiento mediante la emisión de obligaciones es prácticamente nula en México (0.25%, en promedio) y disminuye; es significativa en Canadá (9.3%, en promedio) pero se reduce hasta tener una participación mínima (3% en 1998-2002); es crecientemente importante en Estados Unidos (15.4 %, en promedio 1970-1994).
- 4) El financiamiento vía capital (emisión de acciones) es preponderante en México (40.08%, en promedio) y está aumentando; su participación es moderada en Canadá (13.93%, en promedio) y aumenta de manera significativa (20%, en 1998-2002); este financiamiento es negativo en Estados Unidos (-7.4 en promedio) y su tendencia es a la baja.



- 5) La contribución de los mercados financieros (total de obligaciones y acciones) al financiamiento de las empresas muestra las características siguientes: en México es importante y aumenta (bajan obligaciones y aumentan acciones); en Canadá esa contribución se mantiene relativamente estable, aunque se reduce (25% en 1990-1994, a 23% en 2000-2002) (aumentan acciones, bajan obligaciones). En Estados Unidos la suma de las participaciones de obligaciones y acciones se reduce (aumentan obligaciones, bajan acciones).
- 6) Estas cifras conducen a conclusiones muy similares a las de estudios comparativos de las estructuras financieras de empresas en países desarrollados y en vías de desarrollo: por una parte, el financiamiento interno en México es inferior al de Canadá y Estados Unidos, por otra parte, los mercados financieros cumplen un papel más importante en México (acciones) que en Canadá y Estados Unidos.

Hay, sin embargo, una diferencia importante: la participación del financiamiento intermediado. En el estudio de Singh y Hamid (1992) el financiamiento intermediado es fundamental en los países desarrollados, en tanto que en los países en vías de desarrollo tiene un aporte poco importante. Estos resultados muestran, por el contrario, que en el caso de México el financiamiento intermediado es muy significativo, mientras que en Estados Unidos es moderado y en Canadá poco significativo.

Se constatan entonces dos jerarquías opuestas en las fuentes de financiamiento de las empresas en los países de América del Norte: en el caso de México, la importancia de los mercados financieros (MF) es superior a la del crédito bancario, y éste es superior al financiamiento interno. En los casos de Canadá y Estados Unidos, el financiamiento interno supera al financiamiento bancario y éste es superior al financiamiento de los MF.

La evolución de la contribución de los mercados financieros al financiamiento de las empresas muestra un aumento en México y una disminución en Canadá y Estados Unidos. El financiamiento bancario presenta una reducción en Estados Unidos y Canadá, mientras que en México progresa. Por último, el financiamiento interno aumenta en Canadá y Estados Unidos al mismo tiempo que en México se reduce.

En el cuadro 11 se muestran las jerarquías presentadas por las fuentes de financiamiento y el sentido de su evolución en México, Canadá y Estados Unidos.

En resumen, se retiene que las estructuras de financiamiento de las empresas en México, Canadá y Estados Unidos presentan características muy diferentes

y que la evolución de los diferentes elementos de la estructura financiera de las empresas en México y Canadá no se dirige al “esquema tipo” representado por Estados Unidos.

CUADRO 11. *Jerarquía y sentido de evolución de las fuentes de financiamiento de las empresas en América del Norte*

Jerarquía	México	Canadá-E. U.
1	MF Aumenta	FI Aumenta
2	B Aumenta	B Disminuye
3	FI Disminuye	MF Disminuye

MF: Mercados financieros; B: Bancos; FI: Financiamiento interno.

Respecto de la relación sistema financiero-estructura financiera de las empresas, se señala que en el caso de México la participación de acciones en el financiamiento de las GE es preponderante, lo que sin duda refleja el desarrollo de los mercados financieros. También tienen enorme importancia los recursos bancarios, lo que coincide con la preponderancia del sistema bancario en el sistema financiero. En el caso de Canadá, la presencia de un importante sistema bancario no es coincidente con una participación significativa del crédito bancario en la estructura financiera de las empresas. Finalmente, en Estados Unidos, en donde los mercados financieros están muy desarrollados, el financiamiento mediante acciones es negativo, en tanto que el financiamiento bancario de las empresas se reduce en beneficio del crédito no bancario.

La existencia de mercados financieros desarrollados en Canadá y Estados Unidos se refleja en el financiamiento de las empresas de una manera indirecta: el nivel del financiamiento interno progresa. En el caso de México, la progresión de los mercados financieros se acompaña de una reducción del financiamiento interno.

## CONCLUSIONES

El rápido crecimiento de los mercados financieros en México, Canadá y Estados Unidos, podría sugerir una evolución similar de la estructura del sistema financiero y de la estructura financiera de las empresas en los tres países. El estudio contemporáneo de la relación entre esas dos estructuras llega a la conclusión de

una neutralidad de la primera respecto de la segunda. Este planteamiento se conoce como el Net Flow Puzzle, a saber, la estructura de financiamiento de las empresas no sería sensible a las características del medio ambiente financiero en el que se encuentra. Sin embargo, estos resultados son obtenidos a partir del estudio de países con un elevado nivel de desarrollo (países principales de la OCDE). Por el contrario, en el caso de países en vías de desarrollo, las limitaciones informacionales en el acceso a las fuentes de financiamiento que enfrentan las empresas no permiten llegar a una conclusión similar, es decir, a la neutralidad del sistema financiero respecto de la estructura de financiamiento. Partimos entonces del principio de que la estructura del sistema financiero se refleja en la estructura de financiamiento de las empresas.

Después de constatar diferencias significativas en la estructura de los sistemas financieros, así como el rápido crecimiento de los mercados accionarios en México, Estados Unidos y Canadá, procedimos a analizar si la progresión de los mercados financieros en estos países coincide con una convergencia de los comportamientos financieros de las empresas industriales hacia un modelo basado en el financiamiento a través de los mercados financieros.

El análisis de datos estadísticos de México, Canadá y Estados Unidos muestra, sin embargo, que mientras que en Canadá los recursos de origen interno son elevados y progresan (aproximándose al esquema de Estados Unidos), en México este financiamiento es poco importante y se reduce. Por otra parte, la participación de los mercados financieros en la estructura de financiamiento de las empresas en México es significativa y progresa (acciones), mientras que en Estados Unidos y Canadá el aporte total de obligaciones y acciones es moderado y se reduce. Por último, mientras que en Canadá y Estados Unidos, el financiamiento bancario tiene una participación reducida y disminuye, en México la participación del crédito bancario en la estructura de financiamiento de las GE es muy importante y progresa. Esta progresión del financiamiento por crédito en las GE en México, en un medio ambiente caracterizado por la contracción crediticia, se explicaría por un comportamiento exacerbado de racionamiento de crédito a las PYMES y la consecuente concentración del crédito en las GE.<sup>3</sup>

Los resultados expuestos muestran que las estructuras financieras de las empresas de los países de América del Norte no convergen en un modelo único, y

<sup>3</sup>El crédito del sector bancario en México se concentra en las 300 más grandes empresas (85%), mientras que el resto del crédito (sólo 13%) apoya a las PYMES (Cfr. CBV 2005). Las PYMES financian sus activos básicamente mediante crédito de sus proveedores (63.7%) (Cfr. *Reforma*, 30 de octubre de 2007).

sobre todo, no hacia un modelo en el que los recursos provenientes de los mercados financieros sean preponderantes. Más todavía, recordemos que el papel que corresponde al crédito bancario en México está aún pendiente de ser realizado por el sistema bancario. Respecto a la determinación sistémica de las estructuras del sistema financiero y de financiamiento de las empresas planteada por la distinción Market Based-Bank Based, concluiremos que la preponderancia de los mercados financieros se traduce, en el caso de Estados Unidos y Canadá, por un elevado financiamiento interno que procura una gran independencia a las empresas respecto al sistema bancario. En cambio, aun cuando los mercados financieros han progresado rápidamente en México, el peso del sistema bancario en el sistema financiero parece reflejarse en la importante participación del crédito bancario en la estructura financiera de las empresas. Una importante consecuencia analítica de la ausencia de convergencia de los comportamientos financieros en América del Norte es la imposibilidad de influir claramente en los comportamientos financieros de las empresas a través de políticas destinadas a modificar la estructura del sistema financiero. Lo que apoya las conclusiones de autores importantes (Levine, 1997) en el sentido de que lo que es relevante en el apoyo al financiamiento de las empresas no es la estructura particular del sistema financiero, sino la calidad global de los servicios financieros y del marco legal que lo sostiene (La Porta, 1998).

---

*ANEXO 1. Grandes empresas cotizadas en la BMV que forman parte de la muestra*

---

1. Cemex, S. A.	21. Tubos de Acero México
2. Fomento Económico	22. Bachoco
3. GMéxico	23. Tribasa
4. Alfa	24. G. Ind. Saltillo
5. GModelo	25. Sigma
6. Coca Cola	26. Continental
7. Altos Hornos	27. Pepsigx
8. Imsa	28. Geo
9. Hylsamex	29. Cemento Chihuahua
10. Bimbo	30. Camesa
11. Vitro	31. Simec
12. Kimberly Clark	32. Cydsa
13. DES	33. Ara
14. Gruma	34. Moctezuma
15. Peñoles	35. San Luis
16. ICA	36. Maseca
17. Apasco	37. Lamosa
18. Cintra	38. GE Unidas
19. CHB	39. Herdez
20. Corp. Durango	40. Inter de Cerámica

---

## BIBLIOGRAFÍA

- Aglietta, M., *Macroeconomie Financière*, París, La Decouvertè, 1995.
- Allen, F. y D. Gale, *Comparing Financial Systems*, Londres, MIT Press, 2000.
- Barclay, M. y Cl. Smith, "The Capital Structure Puzzle: Another look at the evidence", en D. Chew, *The New Corporate Finance*, Nueva York, Mc Graw-Hill Irwin, 3a. ed., 2001.
- BMV, *Anuarios Estadísticos*, 1995-2004.
- Booth, L. et al., *Capital Structures in Developing Countries*, 1999.
- Dolar, V. y C. Meh, "Financial Structure and Economic Growth: A Non Technical Survey", Ottawa, Bank of Canada, Working Paper, núm. 24, 2002.
- FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*, 1995.
- INEGI, *Datos de los censos económicos* 1994, 1996.
- La Porta, R. et al., "Legal determinants of external finance", *Journal of Finance* 52, Chicago, University of Chicago Press, 1997, pp. 1131-1150.
- \_\_\_\_\_, "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, Ohio, American Financial Association, 1998, 106 (6), pp. 1113-1155.
- Levine, R., "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", *Journal of Economic Literature*, Boston, Gordon Mc Millan, vol. xxv, junio 1997, pp. 688-726.
- \_\_\_\_\_, "More on Finance and Growth: more finance, more growth?", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 85, St. Louis, Federal Reserva of St. Louis, 2003, pp. 31-46.
- Mayer, C., "New Issues in Corporate Finance", *European Economic Review*, 32, North Holland, 1988, pp. 1167-1189.
- OCDE, *Gaceta de Economía*, México, 7 de abril de 2002, Edebé, p. 147.
- Renversez, F., *Elements d'Analyse Monétaire*, París, Dalloz, 3a. ed., 2001.
- Singh, A. y J. Hamid, "Corporate Financial Structures in Developing Countries", *International Finance Corporation*, Washington, D. C., World Bank, Technical Paper núm. 1, 1992.
- Serletis, A. y K. Pinnoi, *Corporate Financing in Canada*, Calgary, University of Calgary, Discussion Paper, 2006.
- Standard & Poors, *Global Stock Markets Factbook 2006*, New York.
- Taggart, R.A., "Secular Patterns in Corporate Finance", Boston, National Bureau of Economic Research, june 1985.
- US Census 2000, en <http://www.allcountries.org>.