

# CAPITULO II

# MARCO LEGAL Y FINANZAS:

## UNA ESTRATEGIA DE REFORMA PARA ESTIMULAR EL CRECIMIENTO DE LA PRODUCTIVIDAD EN MEXICO

Ross Levine<sup>1</sup>  
Universidad de Virginia

### 1. Presentación

Este estudio establece tres premisas:

■ Primero, el sistema financiero ejerce un impacto poderoso sobre el desarrollo económico. El nivel de desarrollo financiero es un pronosticador adecuado del desempeño económico futuro, especialmente del crecimiento de la productividad, y una amplia investigación muestra que los mercados de capitales que funcionan más eficientemente propician un crecimiento económico más rápido.

■ Segundo, el sistema legal afecta considerablemente al sistema financiero. Las diferencias entre países en las leyes que rigen los derechos de los acreedores ayudan a explicar sus diferencias en el desarrollo bancario. De igual manera, las leyes que rigen los derechos de los accionistas, especialmente los accionistas minoritarios, ayudan a explicar el nivel de desarrollo del mercado accionario. Asimismo, los países que apoyan más estrictamente la aplicación y el cumplimiento de la ley y de los contratos tienen bancos y mercados accionarios más desarrollados que aquellos países donde la aplicación y el cumplimiento de las leyes es más relajado. **Para resumir, aquellos países cuyos códigos legales subrayan los derechos de los acreedores y de los accionistas y cuyos sistemas legales aplican y hacen cumplir esas leyes de**

**manera más rigurosa, cuentan con sistemas financieros más desarrollados.**

■ Tercero, la aplicación relativamente relajada de la ley y de los contratos, combinada con una débil protección legal para los acreedores y accionistas minoritarios, explican en buena parte el subdesarrollo del sistema financiero en México, así como el crecimiento excepcionalmente lento de la productividad. Reformas al marco legal para estimular el desarrollo del sector financiero ofrecen poderosas oportunidades para acelerar el crecimiento de la productividad de largo plazo en México.

Metodológicamente, este estudio se basa principalmente en comparaciones internacionales para determinar el desarrollo del mercado accionario y del sector bancario en 49 países durante el período de 1976 a 1994.<sup>2</sup> La debilidad de nuestra metodología radica en que no ofrece una evaluación detallada de las circunstancias particulares que confrontan los sistemas financieros y legales de México. La fuerza de este mismo análisis es que coloca a México dentro de un contexto internacional. Para México, esto es de importancia crítica.

Las comparaciones entre países sugieren una urgencia que no surgiría de un estudio específico sobre México. A saber, México cuenta con los peores códigos legales en cuanto a protección para acreedores y accionistas minoritarios. Tomando en conjunto las fuerzas y debilidades de este

enfoque comparativo, los resultados ofrecen una *amplia estrategia de reforma*. Sin embargo, el estudio no pretende ofrecer un plan preciso para reformar el sistema legal mexicano.

A fin de reducir la pobreza y promover un crecimiento económico de largo plazo, México debería adoptar una amplia gama de reformas para fomentar el desarrollo financiero. Estas reformas incluyen: resolver plenamente la crisis bancaria de 1995; reformar el esquema de protección del ahorro; actualizar el marco regulatorio y de supervisión; mejorar el funcionamiento de los registros, reformar la banca de desarrollo, y mantener la estabilidad macroeconómica<sup>3</sup>. Todas estas reformas son importantes. Sin embargo, este estudio se enfoca en reformas legales específicas, sin comparar los méritos de las diferentes reformas en el sector financiero.

Los resultados de este estudio sugieren una estrategia de reforma, considerando tres aspectos.

■ *Primero, México podría mejorar el funcionamiento de su sistema legal sin realizar reformas legales fundamentales.* Por ejemplo, algunas leyes que rigen la quiebra y reorganización de empresas imponen la intervención

<sup>1</sup> Todas las opiniones y los errores son míos exclusivamente.

<sup>2</sup> El estudio no incluye otros componentes de los mercados financieros debido a la falta de información.

<sup>3</sup> Ver *Mexico-Aide Memoire Including Financial Market Development Strategy Matrix 1996-1999 (Memoria de Ayuda a México Incluyendo La Matriz de la Estrategia para el Desarrollo del Mercado Financiero 1996-1999)*; Misión del Banco Mundial, mayo 6-8, 1996.

automática de los activos de las empresas que solicitan la reorganización. Otras leyes permiten que la administración de la empresa permanezca en su lugar mientras se resuelve la reorganización o del proceso de quiebra. Estas leyes pueden impedir o demorar que los banqueros tomen posesión de los bienes que fueron dados en garantía o que liquiden los activos de una empresa para cubrir sus obligaciones de deuda. La información sugiere que aquellos países cuyos sistemas legales imponen estas restricciones cuentan con sistemas bancarios menos desarrollados. Sin cambiar sus leyes, México podría agilizar los procesos de reorganización y de quiebra para que fueran más rápidos, eficientes y transparentes, lo cual ayudaría al desarrollo de la banca. De igual manera, los reguladores podrían mejorar la capacidad de los accionistas minoritarios para expresar sus opiniones y proteger sus intereses, sin cambiar las leyes. Por ejemplo, los requisitos para registrar a una empresa en bolsa podrían incluir ciertas disposiciones para garantizar que las empresas protegieran los intereses de los accionistas minoritarios.

■ *Una segunda forma en que México podría fomentar el desarrollo del mercado financiero sería mejorando la aplicación y el cumplimiento de la ley y de los contratos.* En vista de que los contratos constituyen la base de las relaciones financieras, los sistemas legales que garantizan el cumplimiento de los contratos de forma rápida, previsible y equitativa, promueven el desarrollo financiero. Los datos disponibles apoyan sólidamente esta opinión. En términos de la aplicación y cumplimiento de la ley, México se encuentra dentro del grupo de países con más pobre desempeño en la muestra considerada. Por lo tanto, reformas que mejoren la aplicación y el cumplimiento de la ley y de los contratos pueden fomentar el desarrollo del mercado de capitales y, por consiguiente, promover el crecimiento de la productividad -sin necesidad de efectuar modificaciones fundamentales a los códigos legales.

■ *La tercera posibilidad es la adopción de cambios en los códigos legales mexicanos.* El análisis expone diferencias notables entre México y el resto del mundo. Por comparación con otros sistemas legales, el sistema mexicano ofrece menos protección

para los accionistas, especialmente para los accionistas minoritarios, y constituye una protección débil para los acreedores. No obstante que se requiere una revisión más detallada del sistema legal mexicano, nuestro análisis sugiere que la reforma legal podría incrementar de manera importante el desarrollo financiero y, por consiguiente, acelerar el crecimiento económico.

El resto de este estudio fue organizado de la siguiente manera. La Sección II presenta evidencia de la relación entre el desarrollo del sector bancario, el desarrollo del mercado accionario y el crecimiento económico. Se demuestra que el desarrollo financiero está vinculado primordialmente al crecimiento de largo plazo a través de su asociación con el crecimiento de productividad, no por su estímulo al ahorro privado. La Sección III examina la relación entre el sistema legal y el desarrollo del mercado accionario y del sector bancario y sigue la trayectoria de esta relación hasta el crecimiento económico. La Sección IV examina a México dentro de un contexto internacional. La Sección V presenta recomendaciones de política y la conclusión.

## 2. Las Finanzas y El Crecimiento de la Productividad

### A. Conceptos

Existen razones conceptuales válidas para creer que el sistema financiero influye en el crecimiento económico en general y en el crecimiento de la productividad en particular<sup>4</sup>. En un mundo libre de fricciones, el capital fluye hacia las actividades más rentables y es fácil redactar y hacer cumplir contratos que alinean los intereses de administradores y propietarios. Asimismo, en un mundo sin fricciones, los individuos diversifican los costos y comparten los riesgos y encuentran compradores o vendedores con facilidad a precios bien conocidos. Pero no vivimos en un mundo libre de fricciones. Existen considerables costos asociados con la investigación de las empresas para identificar cuáles son las mejores. También existen considerables impedimentos para monitorear a los administradores con el fin de alentarlos para que actúen en beneficio de los propietarios de las empresas<sup>5</sup>. Resulta caro movilizar el capital de diversos

ahorradores. Además, surge una gama de complejos arreglos contractuales e institucionales con el fin de reducir los costos para los ahorradores e inversionistas al reunir riesgos y efectuar operaciones bursátiles.

Dadas las fricciones inherentes del mercado, han surgido diversos arreglos financieros para mitigar sus consecuencias. Diferentes sistemas financieros difieren en su capacidad para reducir las fricciones en los mercados: difieren en su capacidad para identificar actividades rentables; movilizar el capital para financiar esas actividades; monitorear y crear los incentivos adecuados para los administradores corporativos; facilitar la administración de riesgos y de las transacciones; y, aumentar la facilidad y la confianza de los agentes al intercambiar activos.

<sup>4</sup> Ver Levine (1997a) para una discusión detallada de los vínculos entre el sistema financiero y el desarrollo económico.

<sup>5</sup> Ver Shleifer y Vishny (1997).

Los sistemas financieros que realizan estas funciones de manera más eficiente facilitan la actividad económica y promueven el crecimiento económico.

Un canal importante mediante el cual los bancos afectan la actividad económica es la productividad. Joseph Schumpeter (1912, p. 74) argumentó que «El banquero, por consiguiente, no es primordialmente un intermediario... El autoriza a la gente, en nombre de la sociedad, de tal manera (para que sea innovadora)». Por lo tanto, los bancos no son simplemente intermediarios por cuyo conducto fluyen los fondos. De acuerdo con Schumpeter, los ahorradores saben que es difícil encontrar buenas inversiones y vigilar la administración de esas inversiones. Los ahorradores, por lo tanto, dependen de los banqueros para que éstos a su vez se encarguen de estas costosas tareas. Además, el enfoque del argumento de Schumpeter es que los mejores bancos encontrarán inversiones de mejor calidad, por lo que los mejores banqueros fomentan el desarrollo general de la economía al fomentar el crecimiento de la productividad.

Los mercados accionarios que funcionan más eficientemente también pueden influir en la productividad. Muchas inversiones rentables requieren un compromiso de capital a largo plazo, pero los inversionistas muchas veces no están muy dispuestos a renunciar al control de sus ahorros durante períodos largos. La liquidez de los mercados de capitales hace más atractiva la inversión a largo plazo porque le permite a los ahorradores vender sus acciones rápidamente y con costos bajos cuando necesitan tener acceso a sus ahorros. Al mismo tiempo, las empresas cuentan con acceso permanente al capital que se obtiene mediante las emisiones de acciones. Al facilitar inversiones más rentables a plazos más largos, los mercados líquidos mejoran la asignación de capital y estimulan el crecimiento de la productividad.

El hecho es que bancos y mercados accionarios proporcionan servicios a la economía que pueden mejorar la productividad y estimular el crecimiento de largo plazo. Lo importante es no marcar una línea demasiado definida entre el papel que desempeñan los bancos y el de los mercados. Al igual que los mercados accionarios, los bancos ayudan a los ahorradores a diversificar el riesgo y proporcionan depósitos líquidos, lo cual ayuda a la actividad económica. Al igual que los bancos, los mercados accionarios pueden promover la adquisición de información acerca de las empresas, porque los inversionistas buscan obtener una utilidad al identificar acciones subvaluadas. Así, los diferentes componentes del sistema financiero pueden influir en la adquisición de información sobre las empresas, en el monitoreo de los administradores, en la movilización de capital, en la administración de riesgos, y en la facilidad del *trading*, de tal manera que todos influyen en el crecimiento económico de largo plazo.

## B. Evidencia

Una amplia evidencia apoya la opinión de que mejores sistemas financieros fomentan el crecimiento económico, especialmente al acelerar el incremento de la productividad. Levine (1997a) recopila y analiza esta evidencia. Las siguientes secciones presentan un breve resumen de las cifras y los principales resultados, así como de la evidencia microeconómica y de series de tiempo respecto al vínculo con el crecimiento financiero.

Como medida del desarrollo bancario utilizamos el crédito bancario derivado de la captación de depósitos que se otorga al sector privado, como proporción del PIB, según construcción de Levine y Zervos (1997)<sup>6</sup>. A esta medida se le denomina *Bank* (Banco). Existen algunos problemas con esta medida. Idealmente, los investigadores construirían medidas para determinar, de manera comparativa entre países, la capacidad de los bancos para identificar actividades rentables, ejercer un mayor control sobre las empresas, movilizar recursos, administrar el riesgo y facilitar las transacciones. Sin embargo, en la práctica, los economistas no han podido medir con precisión estos servicios financieros para obtener una muestra representativa de los países.

Por lo tanto, los investigadores tradicionalmente utilizan medidas del tamaño global del sector bancario para representar la «profundidad financiera». Pero la profundidad financiera no capta dónde asigna el capital el sistema bancario. *Bank* mejora las medidas tradicionales de la profundidad financiera con respecto al desarrollo bancario al separar el crédito que emiten los bancos al sector privado del crédito otorgado a los gobiernos o a las empresas públicas.

Para medir el desarrollo del mercado accionario, este estudio utiliza el valor total intercambiado en las bolsas de valores locales, como proporción del PIB, según construcción de Levine y Zervos (1997). A esta medida se le denomina *Liquidity* (Liquidez)<sup>7</sup>. No obstante que no constituye una medida directa de los costos operativos en el mercado ni de la incertidumbre asociada con las operaciones bursátiles en un mercado de valores específico, los modelos teóricos de liquidez en mercados accionarios y el crecimiento económico sugieren el uso de *Liquidity* (Levine 1991; Bencivenga *et al.* 1995).

*Liquidity* mide el volumen operativo como participación de la producción nacional y por lo tanto, deberá reflejar positivamente la liquidez en base a la economía total. Existen otros métodos alternativos para medir el desarrollo del mercado accionario,

<sup>6</sup> Los bancos que obtienen fondos por captación incluyen a los bancos comerciales y a otros que aceptan depósitos. Esta información se obtuvo de los *International Financial Statistics* (Estadísticas Financieras Internacionales) del Fondo Monetario Internacional.

<sup>7</sup> La información del mercado accionario se obtuvo del *Emerging Markets Data Base* (Base de Datos de los Mercados Emergentes) (versión electrónica) del *International Finance Corporation* y de los *International Financial Statistics* (Estadísticas Financieras Internacionales) del Fondo Monetario Internacional.

incluyendo medidas para determinar el tamaño del mercado, la razón del valor de capitalización del mercado al PIB, y la volatilidad del rendimiento en el mercado accionario. Ni el tamaño del mercado ni la volatilidad del rendimiento del mismo están vinculados muy estrechamente con el desempeño económico.

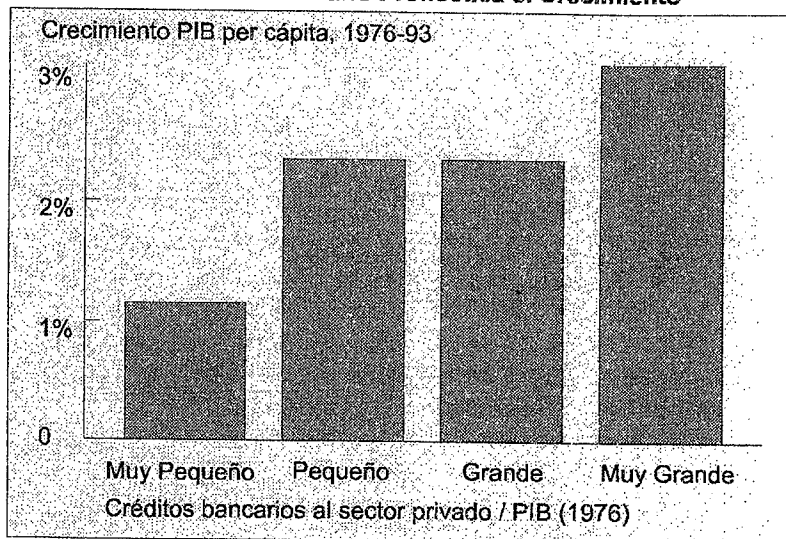
Además, una medida alternativa de la liquidez del mercado accionario, el valor operado dividido por el valor de capitalización del mercado, arroja resultados similares a los que presentamos a continuación. En suma, no es ni el tamaño ni la volatilidad del mercado bursátil lo que afecta al crecimiento, sino la facilidad con que se puedan operar las acciones.

Las medidas para el desarrollo del sector bancario y del mercado accionario están disponibles para 49 países durante el período de 1976-1993<sup>8</sup>. La **Gráfica 1** muestra que las países que contaban con un sistema bancario bien desarrollado en 1976 registraron una tendencia de crecimiento más rápido a lo largo de los siguientes 18 años, comparados con aquellos países con un sistema bancario subdesarrollado en 1976.

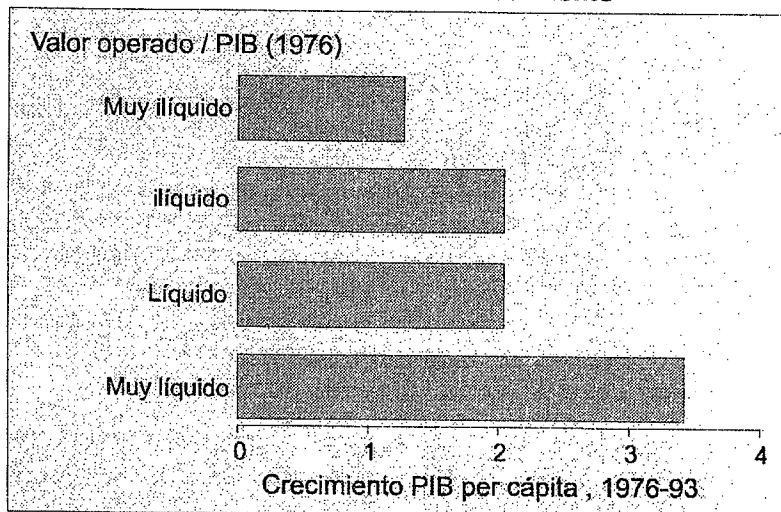
Se utilizó a *Bank* para clasificar a 48 países de acuerdo con el nivel de desarrollo del sector bancario en 1976. Los 12 países con los sistemas bancarios más subdesarrollados se encuentran en el primer grupo; los 12 países que en 1976 muestran el mayor porcentaje de crédito bancario al sector privado dividido por el PIB se encuentran en el cuarto grupo; los grupos segundo y tercero, cada uno de los cuales incluye a 12 países, se encuentran entre los dos extremos de desarrollo bancario. Como se muestra, *Bank* es un buen pronosticador del futuro crecimiento real *per cápita* del PIB.

La **Gráfica 2** muestra que los países que contaban con bolsas de valores relativamente líquidas en 1976 registraron una tendencia de crecimiento mucho más rápida a lo largo de los siguientes 18 años comparados con países con mercados menos líquidos. Nuevamente, he utilizado *Liquidity* para clasificar a los países. Hay 38 países debido a la falta de información sobre *Liquidity* en 1976. El primer grupo incluye a los nueve países con los mercados menos líquidos; el cuarto grupo contiene

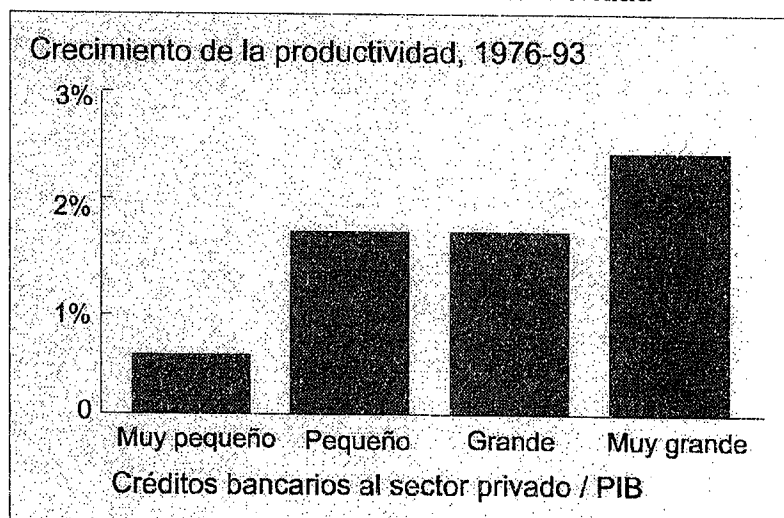
**Gráfica 1**  
**El Desarrollo Bancario Pronostica el Crecimiento**



**Gráfica 2**  
**La Liquidez en el Mercado Accionario Pronostica Crecimiento**



**Gráfica 3**  
**El Desarrollo Bancario Pronostica el Crecimiento de la Productividad**



<sup>8</sup>Se utilizaron los siguientes países en el análisis: Argentina, Australia, Austria, Bangladesh, Bélgica, Brasil, Canadá, Chile, Colombia, la Costa de Marfil, Costa Rica, Alemania, Dinamarca, Egipto, España, Finlandia, Francia, el Reino Unido, Grecia, Hong Kong, Indonesia, India, Israel, Italia, Jamaica, Jordania, Japón, Corea, Luxemburgo, México, Malasia, Marruecos, Nigeria, Holanda, Noruega, Nueva Zelanda, Pakistán, Perú, Filipinas, Portugal, Singapur, Suecia, Sri Lanka, Tailandia, Turquía, Taiwán, Estados Unidos de Norteamérica, Venezuela y Zimbabue.

ne a los nueve países con los mercados más líquidos. He repartido a los 20 países restantes entre las categorías de los líquidos y los no líquidos. Nuevamente, existe una relación sistemática entre la liquidez inicial y el crecimiento futuro real *per cápita* del PIB.

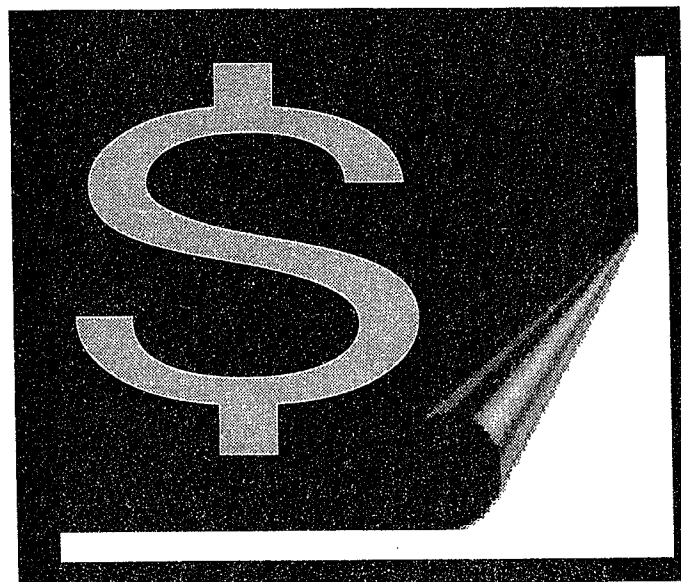
Las **Gráficas 3 y 4** presentan resultados sobre el crecimiento de la productividad. El crecimiento de productividad de todos los factores se mide como un residual. Específicamente, el crecimiento real *per cápita* del PIB (denominado *Growth* o Crecimiento) se obtiene de datos derivados de las cuentas nacionales, y el crecimiento de acciones de capital (*Capital*) *per cápita* se deriva de King y Levine (1994). Por lo tanto, *Productivity* (Productividad) se define como  $Growth$  (Crecimiento) -  $K^*$  (Capital). Para  $K$  se utiliza el valor 0.3<sup>9</sup>.

Utilizando los mismos procedimientos que se describen anteriormente, la **Gráfica 3** muestra una conexión positiva muy estrecha entre el nivel inicial de desarrollo bancario y las tasas futuras de crecimiento de productividad de largo plazo. La **Gráfica 4** muestra esta misma relación con respecto a la liquidez en el mercado accionario. Los países con mercados accionarios más líquidos en 1976 registraron tasas más rápidas de crecimiento de productividad a lo largo de los siguientes 18 años.

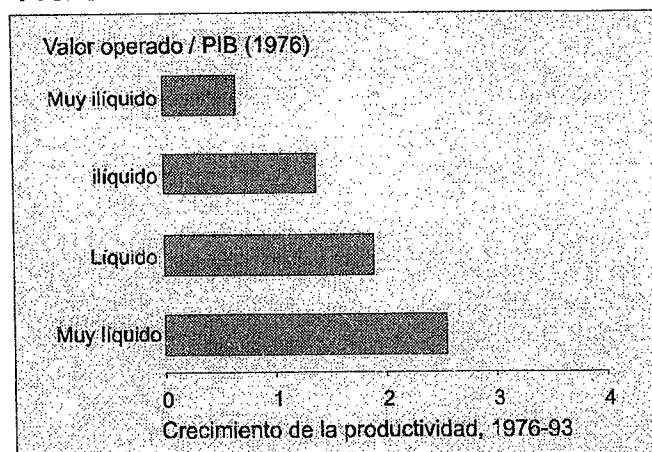
No aplica lo mismo para las tasas de ahorro interno. Según se muestra en las **Gráficas 5 y 6**, no existe un vínculo fuerte entre las tasas de ahorro privado interno y los niveles iniciales de desarrollo bancario y del mercado accionario según se mide a través de *Bank* y *Liquidity*.

Además, los bancos y los mercados accionarios cada uno tienen un vínculo independiente con el crecimiento. *Bank* y *Liquidity* están tan altamente correlacionados que la información no logra detectar un vínculo entre cada uno de estos individualmente y el crecimiento. La **Gráfica 7** muestra lo anterior. La muestra de 38 países con información sobre *Bank* y *Liquidity* fue dividida en cuatro grupos. El Grupo 1 mostraba liquidez mayor al promedio en sus mercados accionarios en 1976 y un desarrollo bancario mayor al promedio en 1976. El Grupo 2 contaba con mercados accionarios líquidos en 1976 pero un desarrollo bancario por debajo del promedio. El Grupo 3 mostraba *Liquidity* por debajo del promedio pero *Bank* mayor al promedio en 1976. El Grupo 4 tenía mercados no líquidos y bancos por debajo del promedio en 1976.

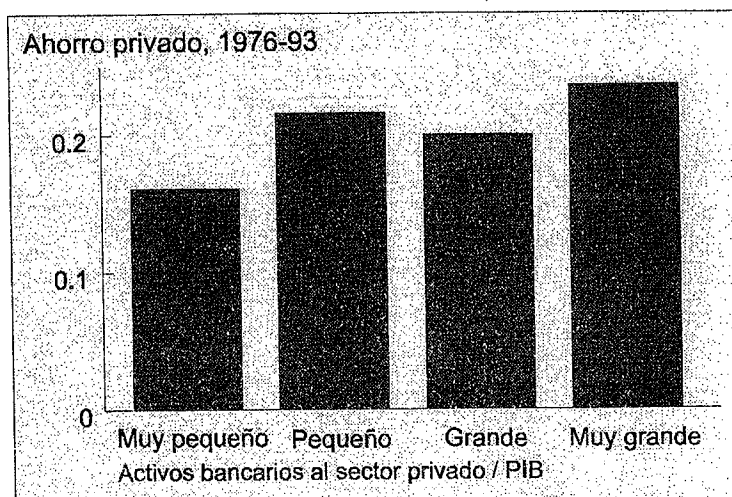
<sup>9</sup> El utilizar valores alternativos para el parámetro de participación de capital (entre 0.25 y 0.40) no altera los resultados.



**Gráfica 4**  
La Liquidez en el Mercado Accionario  
Pronostica el Crecimiento de la Productividad

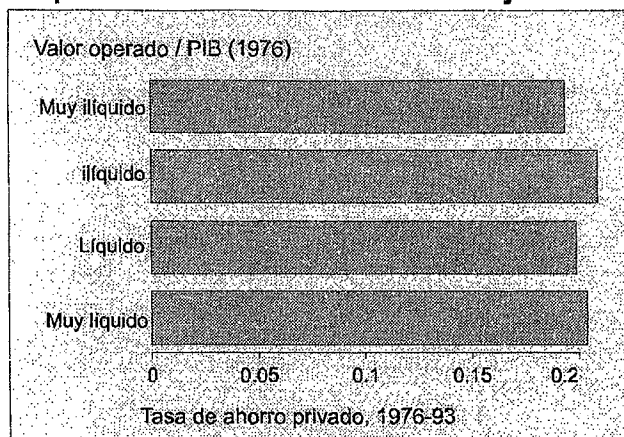


**Gráfica 5**  
Tamaño del Sector Bancario y el Ahorro

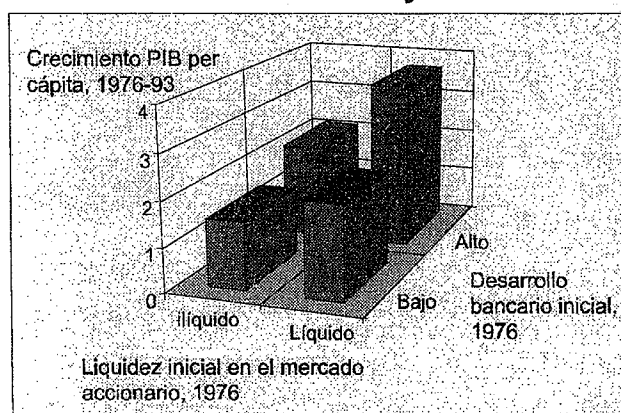




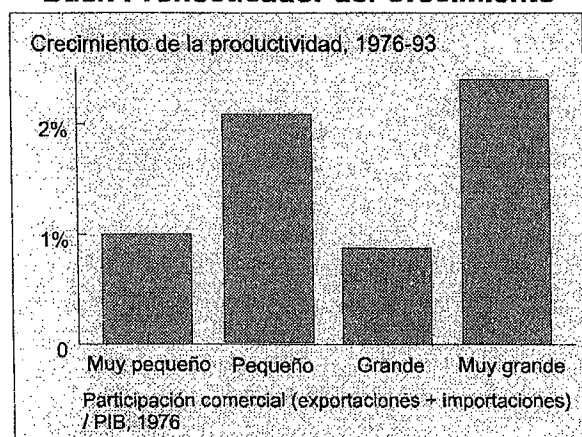
**Gráfica 6**  
**Liquidez en el Mercado Accionario y Ahorro**



**Gráfica 7**  
**Crecimiento Económico y Desarrollo Accionario y Bancario**



**Gráfica 8**  
**La Apertura Comercial No es un Buen Pronosticador del Crecimiento**



Los países con mercados líquidos y sistemas bancarios bien desarrollados registraron un crecimiento mucho más rápido que los países con mercados no líquidos y bancos subdesarrollados. Además, una mayor liquidez en el mercado accionario está asociada con un crecimiento futuro más rápido, sin que afecte el nivel de desarrollo bancario. De igual manera, un mayor desarrollo bancario implica un crecimiento más rápido, sin que afecte el nivel de liquidez en el mer-

cado accionario. Por lo tanto, no es cuestión del desarrollo del mercado accionario *versus* el desarrollo bancario —cada uno individualmente es un fuerte pronosticador de crecimiento futuro.

**C. Evidencia Adicional: El Impacto de los mercados financieros es causal, robusto y significativo**

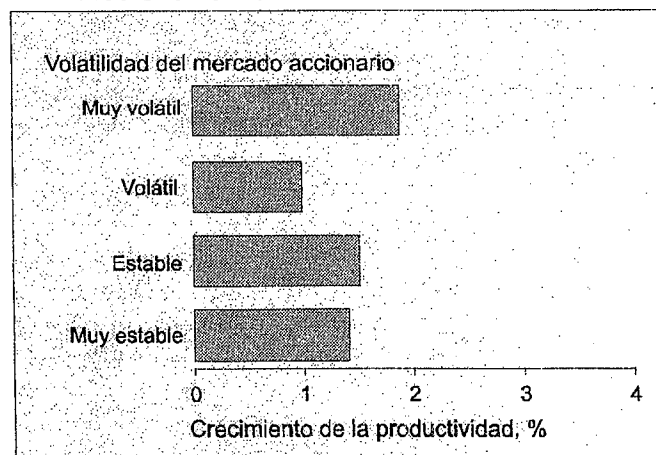
Las Gráficas de la 1 a la 7 contienen algunas debilidades analíticas importantes: no consideran ni controlan diferencias en otros aspectos entre países; no examinan el tamaño económico de las relaciones; y no confrontan el concepto de la causalidad. Sin embargo, investigaciones más recientes han incluido estos conceptos.

Levine y Zervos (1997) muestran que los vínculos entre *Growth* (crecimiento), por una parte, y *Bank* (profundización bancaria) y *Liquidity* (Liquidez del mercado accionario), por la otra, son robustos aún incorporando diferencias importantes (Levine y Renelt 1992). Más específicamente, aun después de incorporar diferencias en inversión en educación, apertura comercial, estabilidad macroeconómica y estabilidad política, la información indica que el nivel de desarrollo bancario y la liquidez del mercado accionario pronostican las tasas futuras de crecimiento real *per cápita* del PIB. Además, el principal vínculo entre el desarrollo financiero y el crecimiento es a través del incremento de la productividad.

Como se mencionó anteriormente, el desarrollo bancario y accionario no son buenos pronosticadores de las tasas de ahorro futuras. Finalmente, vale la pena mencionar que otros indicadores económicos no cuentan con el mismo contenido pronosticador de los indicadores financieros. Por ejemplo, ni la apertura comercial ni los indicadores de volatilidad del mercado accionario pronostican el desempeño económico de largo plazo. (Gráficas 8 y 9). Con esto no quiero decir que la apertura no sea importante. Solamente quiero enfatizar el alto poder de pronóstico que poseen los indicadores de desarrollo financiero.

Levine y Zervos (1997) también muestran que la relación entre el crecimiento y el desarrollo financiero

**Gráfica 9**  
**La Volatilidad del Mercado Accionario No Pronostica Crecimiento**



es significativo. Los países pueden obtener grandes dividendos en su crecimiento al mejorar la liquidez de sus mercados y facilitar la operación bancaria. Por ejemplo, los datos sugieren que si *Liquidity* en México en 1976 hubiera sido igual al promedio para los 38 países (0.046) en vez de su valor real en ese año de (0.004), el ingreso anual del mexicano promedio hubiera sido 8 por ciento más alto en 1994. El impacto de un sistema bancario más desarrollado es aún mayor.

Si el desarrollo bancario en México hubiera tenido el valor promedio de la muestra en 1976 (0.65) en vez de su valor real de (0.13), el mexicano promedio hubiera sido 15 por ciento más rico en 1994. Combinadas, estas mejoras en la liquidez del mercado accionario y en el desarrollo bancario en 1976 hubieran resultado congruentes con un crecimiento del PIB *per cápita* de casi 23 por ciento a lo largo del período que terminó en 1994. Este tipo de proyección no explica cómo mejorar el desempeño del sistema financiero, pero sí muestra los beneficios potenciales de las reformas apropiadas. Volveremos a tratar este punto en la siguiente sección.

En términos de causalidad, existe amplia y creciente evidencia que sugiere que las finanzas causan el crecimiento. Basándose en un enfoque microeconómico, Rajan y Zingales (1997) muestran que en los países que cuentan con sistemas financieros bien desarrollados, las industrias con una tendencia natural para ser importantes usuarios del financiamiento externo crecen más rápidamente que otras industrias.

Por otro lado, en los países cuyos sistemas financieros se encuentran subdesarrollados, las indus-

trias con una tendencia natural para ser importantes usuarios del financiamiento externo crecen más despacio que otras industrias. Además, Demirgüç-Kunt y Maksimovic (1996) muestran que las empresas en los países con sistemas financieros más desarrollados crecen más rápidamente de lo que hubieran crecido al no contar con este acceso. Mientras que estos estudios microeconómicos deben identificar respectivamente (a) la tendencia «natural» de las industrias para utilizar el financiamiento externo y (b) que tan rápido hubiera sido el crecimiento de las empresas en entornos financieros diferentes, los resultados apoyan la conclusión de que mejores sistemas financieros causan un desarrollo económico más rápido.

Por otro lado, en un estudio innovador de eventos, Jayaratne y Strahan (1996) muestran que cuando los estados individuales de los Estados Unidos de Norteamérica relajaron las restricciones intraestatales para crear sucursales bancarias, la calidad de los préstamos bancarios se incrementó y se aceleró el crecimiento *per cápita* del PIB. Además, Levine (1997b,c) utiliza variables instrumentales para extraer el componente exógeno del desarrollo financiero. Ese análisis muestra que el componente exógeno del desarrollo financiero está correlacionado estrecha y positivamente con el crecimiento económico. Si bien, aún hay lugar para el escepticismo, existe una amplia y creciente literatura de diversos tipos que sugiere que los sistemas bancarios y los mercados financieros más desarrollados causan un crecimiento económico más rápido<sup>10</sup>.

### 3. El entorno legal influye significativamente en el desarrollo del sistema bancario y el mercado accionario

#### A. Introducción al Entorno Legal<sup>11</sup>

Dado que el sistema legal influye de manera importante en el desarrollo económico, quienes proponen e instrumentan políticas públicas tienen la responsabilidad de implementar reformas legales, regulatorias y de política que fomenten el desarrollo de un sector financiero sano. Por su parte, los investigadores tienen la responsabilidad de identificar las reformas legales, regulatorias y de política que promueven el desarrollo de un sector financiero sano.

Esta sección identifica características particulares de los

sistemas legales nacionales que afectan el desarrollo del sector financiero. Para lograr esto, utilicé una nueva base de datos desarrollado por LaPorta, López de Silanes, Shleifer y Vishny (1996), a quienes, en lo sucesivo, me referiré como LLSV. En la investigación seminal, LLSV reunieron y resumieron información sobre los sistemas legales de 49 países. Ellos notan que los países se pueden dividir entre aquellos cuyos sistemas están basados en orígenes legales predominantemente ingleses, franceses, alemanes y escandinavos.

El sistema jurídico inglés está basado en un sistema de derecho consuetudinario, donde las leyes se forman primordialmente

por las decisiones de los jueces al resolver casos específicos. Contrario a este sistema, los sistemas legales de Francia, Alemania y los países escandinavos están basados en la tradición del derecho civil, cuyas leyes generalmente son formuladas por los eruditos de derecho. El derecho civil desciende del derecho romano.

<sup>10</sup> Hanson y Jorung (1997), Neusae y Kupler (1996), Rousseau y Wachtel (1997), y Wachtel y Rousseau (1993) encuentran que la intermediación financiera Granger causa desempeño económico. También, ver King y Levine (1993a,b) quienes muestran que el desarrollo bancario en 1960 pronostica crecimiento a lo largo de los próximos 30 años.

<sup>11</sup> Gran parte de esta discusión comparativa de tradiciones legales se deriva directamente de Glendon et al. (1982).



El derecho romano fue recopilado bajo la dirección del emperador bizantino Justiniano en el siglo seis. A lo largo de los siglos subsiguientes, mediante múltiples cambios institucionales y económicos, las leyes romanas fueron interpretadas por los glosadores y los comentadores quienes las fueron adaptando a los problemas de su época. Los textos justinianos iniciales, junto con las adaptaciones de los glosadores y los comentadores se convirtieron en lo que se conoce como el derecho consuetudinario, *la jus commune* de Europa.

Varias características del derecho romano no eran apropiadas como lineamientos para las crecientes interacciones en los mercados, asociadas con un mayor comercio, ferias, mercados y actividades bancarias en la Edad Media. Fue así que las asociaciones mercantiles y las gildas (o los gremios) desarrollaron sus propias reglas y procedimientos para mediar disputas o controversias. Estas reglas fueron incorporadas en las leyes comerciales que gobernaban las relaciones en los mercados del continente.

Con el tiempo, los países decidieron formalizar sus propios códigos legales individualmente. En los siglos 17 y 18, los países escandinavos emprendieron la tarea formal de codificar las leyes nacionales. Estos países han permanecido relativamente independientes de la influencia de las tradiciones legales francesas y alemanas que también codificaron sus Códigos Civiles.

El Código Civil de Francia de 1804 -escrito apresuradamente bajo la dirección de Napoleón y con base en la *jus commune* o el derecho consuetudinario- «busca fijar dentro de un amplio esquema, las máximas generales de justicia y no descender a los detalles de las cues-

tiones que puedan surgir en cada asunto»<sup>12</sup>. Napoleón reconoció que la permanencia del Código cobraría más importancia que la esencia efímera de sus conquistas militares.

Se propuso como prioridad obtener la adopción del Código en Francia y en todos los territorios conquistados, incluyendo Italia, Polonia, los Países Bajos, y el Imperio Habsburgo. Además, Francia extendió su influencia jurídica a algunas regiones del Cercano Oriente, del África del Norte y del Sahara del Sur, Indochina, Oceanía, la Guyana Francesa y las islas francesas del Caribe durante la era colonial. El Código Civil Francés también tuvo una gran influencia en el Código Civil Portugués de 1867 y en el Código Civil Español de 1888. De esta manera, España y Portugal ayudaron a difundir la tradición jurídica francesa en América Central y en Sudamérica.

El Código Civil Alemán apareció casi un siglo después, en 1896. Después de la unificación de Alemania bajo Bismarck en 1871, pasaron más de 20 años antes de terminar el Código (*Bürgerliches Gesetzbuch*). El Código Civil Alemán no tenía precedente en cuanto a congruencia, precisión técnica y detalle. El Código Alemán ejerció una gran influencia en Austria y en Suiza, así como en China (y por consiguiente en Taiwán), Checoslovaquia, Grecia, Hungría, Italia y Yugoslavia. Asimismo, el Código Civil Alemán influyó de manera importante en el Código Civil Japonés, lo cual ayudó a que la tradición jurídica alemana se difundiera hasta Corea.

LLSV (1996) muestran que el origen de los sistemas legales nacionales ejerce una influencia material en el tratamiento jurídico de los accionistas, de los acreedores pignoratícios, así como en la eficiencia global del sistema legal al aplicar y hacer cumplir las leyes y los contratos.

Los países cuyo sistema legal está basado en el derecho consuetudinario —con base en la tradición inglesa— cuentan con leyes que apoyan los derechos de los acreedores y los accionistas minoritarios en mayor grado que los países con base en la tradición francesa, alemana o escandinava.

Los países cuyos sistemas legales están basados en el derecho civil francés son los que ofrecen menos protección para los acreedores y los accionistas, mientras que los países cuyos sistemas legales están basados en el derecho civil alemán o escandinavo se encuentran entre los dos extremos. En términos de la calidad de la aplicación y el cumplimiento de la ley, los países con una herencia legal francesa muestran la calidad más baja, mientras que los países con un sistema jurídico basado en las tradiciones legales de Alemania y Escandinavia tienden a ser los mejores en cuanto a la defensa del cumplimiento de los contratos.

De manera que, con base en el trabajo de los eruditos de derecho, LLSV (1996) clasifican a los países de acuerdo con el origen de sus sistemas jurídicos como inglés, francés, alemán o escandinavo. Como indican LLSV, en la mayoría de los casos la clasificación no resulta controversial. Sin embargo, en algunos casos las leyes han sido modificadas a través del tiempo utilizando una herencia legal distinta a la tradición jurídica original. LLSV (1996) siempre utilizan la tradición jurídica original para clasificar a los países.

El resto de esta sección examina (1) las relaciones entre los derechos legales de los acreedores y el desarrollo bancario,

<sup>12</sup> Esta cita es de Portalis, uno de los redactores del Código Civil Francés. La cita se encuentra en Glendon, et al (1982).



(2) la relación entre los derechos legales de los accionistas y la liquidez del mercado accionario, y (3) la relación entre la eficiencia con la cual el sistema legal aplica y hace cumplir las leyes y los contratos y el desarrollo del sistema bancario y del mercado accionario. Finalmente, esta sección explora el impacto del entorno legal en el sistema financiero, siguiendo la trayectoria hasta el crecimiento de la productividad.

### **B. Los derechos de los acreedores y de los bancos**

Esta subsección evalúa si algunos aspectos específicos de los sistemas legales nacionales influyen en el desarrollo del sector bancario. Me he enfocado en la forma en que el sistema legal trata a los acreedores asegurados con garantías reales. La capacidad de los bancos para persuadir a las empresas para que paguen sus deudas difiere de acuerdo con los sistemas legales nacionales. Específicamente, los sistemas legales difieren en términos de los derechos de los bancos para tomar posesión de las garantías o liquidar los activos de las empresas en casos de incumplimiento.

Los sistemas legales difieren en términos de los derechos de los bancos para destituir a los administradores en los casos de reorganización corporativa. Asimismo, los sistemas legales difieren en términos de la prioridad que se le da a los acreedores pignoratiosos en relación a otros demandantes en una quiebra corporativa.

Para evaluar las relaciones entre los derechos de los acreedores y los bancos, este estudio utiliza tres medidas para determinar los derechos legales de los bancos y las combina en un índice global de los derechos de los acreedores<sup>13</sup>.

*Autostay* (Intervención automática) es igual a uno cuando las leyes de un país imponen la intervención automática de los activos de una empresa al hacerse la solicitud de reorganización. *Autostay* es igual a cero si esta restricción no aparece en el código legal. La restricción impediría que los banqueros tomaran posesión de los activos dados en garantía o liquidaran los activos de una empresa para cubrir la obligación de un préstamo.

Por lo tanto, *Autostay* deberá correlacionarse de manera negativa con las actividades de los bancos que otorgan créditos con garantía.

*Manages* (Administra) es igual a uno si la empresa continúa administrando su propiedad mientras se obtiene la resolución del proceso de reorganización y es igual a cero si ocurre lo contrario. En algunos países, la administración permanece hasta que se llega a una decisión final con respecto a la resolución de las reclamaciones. En otros países, la administración es sustituida por un equipo seleccionado por los tribunales o por los acreedores. Si permanece la administración en operación mientras se emite la resolución, esto reduce la presión sobre la administración para que pague los préstamos bancarios. Por lo tanto, el factor *Manages* deberá estar correlacionado de manera negativa con las actividades de los bancos.

*Secured1* (Pignoratiosos 1) es igual a uno si los acreedores asegurados con garantías reales tienen prioridad en la distribución de los recursos que resulten de la disposición de los activos de una empresa en quiebra. *Secured1* es igual a cero si se les paga a los acreedores sin garantía, tales como el gobierno o los trabajadores, antes que a los acreedores asegurados. En aquellos casos donde *Secured1* es igual a cero, esto ciertamente reduce lo atractivo de otorgar créditos garantizados. *Secured1* deberá estar

correlacionado positivamente con las actividades de los bancos que operan con transacciones garantizadas, manteniéndose constante todo lo demás.

*Creditor* (Acreedor) es un índice conjunto de los tres indicadores anteriores de los derechos de los acreedores individuales, el cual fue diseñado para asociarse de manera positiva con los derechos de los acreedores. Específicamente:

CREDITOR = SECURED1 - AUTOSTAY - MANAGES (ACREEDOR = PIGNORATIOSO1 - INTERVENCIÓN AUTOMÁTICA - ADMINISTRACIÓN) y asume valores entre 1 (el más alto) y -2 (el más bajo). Uno esperaría que los países con mayores valores de *Creditor* tuvieran sistemas bancarios más desarrollados, siendo iguales las otras condiciones.

La **Tabla 1** presenta un resumen de las estadísticas sobre *Creditor*. Existe una considerable variación entre países con respecto a *Creditor*, cuyo valor máximo es uno, valor mínimo es menos 2 y desviación estándar es alrededor de uno. Brasil, Colombia, Francia, México, Perú y las Filipinas, países con un origen legal en el sistema francés, mantienen la calificación mínima en este renglón, indicativo de que sus sistemas legales no enfatizan los derechos de los acreedores.

Por otro lado, los códigos legales de Egipto, Hong Kong, India, Indonesia, Israel, Corea, Malasia, Nigeria, Pakistán, Singapur, Tailandia, el Reino Unido y Zimbabwe enfatizan los derechos de los acreedores, obteniendo la calificación

<sup>13</sup> Las variables y las descripciones de las variables son de LLSV. Asimismo, LaPorta, Lopez-de-Silanes, Shleifer y Vishny (1997) examinan la relación entre el entorno legal y el funcionamiento de los mercados de deuda y capital.

máxima. Debe recordarse que éstas son evaluaciones de las leyes escritas, pero no incorporan información sobre su aplicación. La aplicación y fuerza con que se hacen cumplir las leyes se presenta y analiza a continuación.

**Tabla 1**  
**Resumen de Estadísticas: Promedios Anuales 1976-1993**

Variable	Promedio	Mediana	Máximo	Mínimo	Desviación Estándar
CRECIMIENTO DE PRODUCCION	0.023	0.018	0.097	-0.014	0.022
CRECIMIENTO DE CAPITAL ACCIONARIO	0.028	0.024	0.095	-0.019	0.025
CRECIMIENTO DE LA PRODUCTIVIDAD	0.017	0.014	0.079	-0.019	0.017
BANK (BANCA)	0.844	0.760	2.678	0.122	0.536
LIQUIDITY (LIQUIDEZ)	0.129	0.045	1.156	0.000	0.205
CREDITOR (ACREEDOR)	-0.310	0.000	1	-2	1.070
ENFORCE (APLICACION DE LA LEY)	7.451	8.310	9.990	3.545	2.154
SRIGHTS (DERECHOS DE LOS ACCIONISTAS)	2.548	3.000	5.000	0.000	1.214

Observaciones: 42

Notas:  
 CRECIMIENTO DE PRODUCCION = Crecimiento PIB per cápita  
 CRECIMIENTO DE CAPITAL ACCIONARIO = Crecimiento del capital per cápita  
 CRECIMIENTO DE LA PRODUCTIVIDAD = CRECIMIENTO DE PRODUCCION / (0.3) \* CRECIMIENTO DE CAPITAL ACCIONARIO  
 BANK (BANCA) = Crédito bancario derivado de la captación de depósitos que se otorga al sector privado, dividido por el PIB  
 LIQUIDITY (LIQUIDEZ) = Valor de las acciones locales operadas en bolsas de valores locales, dividido por el PIB  
 CREDITOR (ACREEDOR) = Índice de los derechos de los acreedores pignoratícios  
 ENFORCE (APLICACION DE LA LEY) = Índice de aplicación y cumplimiento de la ley y los contratos  
 SRIGHTS (DERECHOS DE LOS ACCIONISTAS) = Índice de derechos de los accionistas

Los datos sugieren una relación positiva entre los derechos de los acreedores y el desarrollo del sector bancario. Para mostrar lo anterior, he utilizado información promediada a lo largo del período 1976-1993 con una observación por país. La regresión de *Bank* sobre *Creditor*, mientras que controla para el logaritmo del PIB *per cápita* real inicial (*Income* o Ingreso), arroja los siguientes resultados en regresión.

$$BANK = -1.3 + 0.3*(INCOME) + 0.14*(CREDITOR)$$

(3.52) (5.34) (3.24)

Las estadísticas *t* corregidas por heterocedasticidad se encuentran entre paréntesis.  
42 observaciones. R-cuadrado=0.44

Los países con mayores derechos para los acreedores tienen un sistema bancario mejor desarrollado, de acuerdo con la medida del crédito bancario al sector privado dividido por el PIB. El valor del coeficiente de *Creditor* es elevado económicamente. Por ejemplo, si *Creditor* aumenta 1, la regresión sugiere que *Bank* se incrementaría 0.14. Esto es importante considerando que el valor promedio de *Bank* es 0.84 para la muestra de países y el promedio en México fue de solamente 0.24 a lo largo del período 1976-1993.

### C. Los derechos de los accionistas y los mercados accionarios

A partir de lo anterior, considérese la conexión entre la protección legal

de los accionistas minoritarios y la liquidez de los mercados accionarios. Conceptualmente, los sistemas legales que protegen a los accionistas, especialmente a los accionistas minoritarios, fomentan una mayor participación en los mercados accionarios. Los accionistas ejercen su poder al votar por los directores. Por lo tanto, para cuantificar el tratamiento legal de los accionistas, se utilizaron medidas de los derechos de voto de los accionistas. Específicamente, se utilizaron cinco medidas de LLSV de los derechos de los accionistas a partir de las cuales se construyó un índice general de derechos de los accionistas<sup>14</sup>.

*Proxy* (Representante) es igual a uno si los accionistas pueden votar ya sea presentándose en persona o mediante un representante autorizado, o bien, enviando su voto por correo. Esto les facilita ejercer su derecho a voto. *Proxy* es igual a cero si los accionistas no pueden votar por correo. Esto puede impedir la participación de los accionistas ya que deberán asistir personalmente a la reunión o asamblea, o pasar por el proceso legal de designar a un representante autorizado.

*Cumulative* (Cumulativo) es igual a uno si la Ley Corporativa o el Código Comercial permiten que los accionistas apliquen todos sus votos para un candidato, y es igual a cero cuando esto no se permite. La capacidad de aplicar todos los votos a los que se tiene derecho a favor de un solo candidato facilita el que los accionistas minoritarios coloquen a sus representantes en los Consejos de Administración.

*Blocked* (Bloqueado) es igual a uno si la Ley Corporativa o el Código Comercial permiten a las empresas que exijan que los accionistas depositen sus acciones antes de una Asamblea General de Accionistas, impidiendo así que vendan esas acciones durante varios días, y es igual a

<sup>14</sup> Las descripciones de las variables que se presentan a continuación fueron tomadas directamente de LLSV.

cero cuando lo anterior no procede. Cuando las acciones se encuentran «bloqueadas» de esta manera, las acciones se mantienen en custodia hasta unos días después de la asamblea. Esta práctica impide que voten los accionistas que no cumplen con este arduo requisito.

*Minor* (Minoritario) es igual a uno si la Ley Corporativa o el Código Comercial otorgan a los accionistas minoritarios la competencia o autorización legal para objetar las decisiones administrativas, o bien el derecho de salirse de la empresa exigiendo que la empresa les compre sus acciones cuando los accionistas objetan a ciertos cambios fundamentales, tales como fusiones, disposición de activos y cambios en los estatutos de incorporación. De otra manera esta variable es igual a cero.

*Meeting* (Asamblea) es igual a uno si el porcentaje mínimo de participación en el capital accionario equivale a menos del 10 por ciento para tener derecho a solicitar la convocatoria de una Asamblea Extraordinaria de Accionistas, y de lo contrario, es igual a cero. El porcentaje mínimo de participación accionaria que le concede el derecho a un accionista a solicitar la convocatoria de una Asamblea Extraordinaria de Accionistas varía desde 1 hasta 33 por ciento, siendo el promedio el 10 por ciento. México cuenta con el mayor valor dentro de la muestra de países. Suponemos que entre más difícil sea para los accionistas minoritarios solicitar la convocatoria de una asamblea y objetar contra la administración, será menos atractivo para los agentes participar en los mercados accionarios.

Estos cinco indicadores de los derechos de los accionistas se agregan a un índice conjunto de los derechos de los accionistas llamado *Srights* (Derechos de los accionistas).

La **Tabla 1** presenta un resumen de las estadísticas sobre *Srights*. Según se muestra en la tabla, hay una gran variación entre los países, siendo el valor máximo cinco, el valor mínimo cero, y la desviación estándar aproximadamente 1.2. Bélgica, Italia y México (todos estos son países cuyos sistemas legales tiene su origen en el Código Francés) son países donde *Srights* es igual al valor mínimo de cero, lo cual indica que sus sistemas legales no enfatizan los derechos de los accionistas minoritarios. Por otro lado, los códigos legales de los Estados Unidos de Norteamérica apoyan los derechos de los accionistas, por lo que *Srights* es igual a cinco.

Los datos sugieren una relación positiva entre los derechos de los accionistas y la liquidez del mercado accionario. Para mostrar lo anterior utilicé datos promediados a lo largo del período 1976-1993, con una observación por país. La regresión de *Liquidity* sobre *Srights*, al mismo tiempo que controla para el logaritmo del PIB *per cápita* real inicial, *Income* (Ingreso), arroja los siguientes resultados de regresión.

$$LIQUIDITY = -0.121 + 0.020 * (INCOME) + 0.035 (SRIGHTS)$$

(1.93) (2.39) (2.06)

Las estadísticas t corregidas por heterocedasticidad se encuentran entre paréntesis.

45 observaciones.

R-cuadrado=0.10

Los países con mayores derechos para los accionistas tienen bolsas de valores más líquidas, conforme la medida del valor de las acciones locales que operan en las bolsas locales dividido por el PIB. El valor del coeficiente de *Srights* es importante en términos económicos: si *Srights* aumentara 1, la regresión sugiere que *Liquidity* aumentaría 0.035. Ello constituye un efecto considerable, dado que el valor promedio de *Liquidity* es de 0.12 considerando todos los países y el promedio de *Liquidity* para México fue de 0.045 para el período 1976-1993.

#### D. Aplicación y Cumplimiento

Las leyes que regulan a los acreedores asegurados con garantías reales y a los accionistas ejercen una influencia sobre dichos agentes solamente en la medida que el sistema legal aplica y hace cumplir esas leyes. Por lo tanto, se examinó la relación entre el desarrollo financiero y la eficiencia del sistema legal para aplicar la ley y hacer valer los contratos. Las medidas de la eficiencia de los sistemas legales se tomaron de LLSV.

*Rulelaw* (El principio del derecho) es una valuación de la tradición legal y el orden público de un país, el cual varía desde diez para una tradición sólida del orden público, hasta uno para una tradición débil del orden público. Esta medida fue construida por el *International Country Risk Guide* (Guía Internacional del Riesgo País) y es un promedio para el período 1982-1995. Dado el carácter contractual del sector bancario, los valores más altos de *Rulelaw* probablemente influyan de manera más positiva en el desarrollo bancario.

*Conrisk* (Riesgo contractual) es una valuación del riesgo de que un gobierno pueda modificar un contrato después de haber sido firmado. *Conrisk* varía entre diez, para bajo riesgo de modificación contractual, y uno para alto riesgo de modificación contractual. Específicamente, «modificación» puede significar el rechazo, el aplazamiento o la reducción de la obligación financiera por parte del gobierno. Esta medida fue construida por ICRG (*International Country Risk Guide*) y es un promedio para el período 1982-1995. Los sistemas legales que de manera efectiva hacen valer los contratos tienden a apoyar las actividades bancarias.

*Enforce* (Aplicar y hacer cumplir) es igual al promedio de *Rulelaw* y *Conrisk*. El análisis empírico se enfoca en este índice agregado de la eficiencia del sistema legal para hacer valer los contratos, *Enforce*, y el índice agregado de derechos de los acreedores, *Creditor*.



La **Tabla 1** presenta un resumen de las estadísticas sobre *Enforce*. Según se muestra en dicha Tabla, existe una considerable variación en *Enforce* entre los países, siendo el valor máximo 9.99, el valor mínimo 3.55, y la desviación estándar 2.2. Los países con altos valores de «aplicación y cumplimiento», es decir valores de *Enforce* mayores a nueve, son Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Japón, Holanda, Nueva Zelanda, Noruega, Suecia y Suiza. Por lo contrario, los países donde la aplicación y el cumplimiento de la ley es débil, es decir menos de cinco, incluyen a Colombia, Nigeria, Pakistán, Filipinas, Perú y Zimbabwe. México tiene un valor de 5.95, con más de una desviación estándar, por debajo del valor promedio de 8.3.

Los datos también indican que los países cuyas leyes y contratos se aplican y se hacen cumplir más rigurosamente, cuentan con sistemas bancarios y mercados accionarios más desarrollados. Para mostrar esto, utilicé datos promediados a lo largo del período 1976-1993, con una observación por país. Consideré las dos regresiones siguientes.

$$\begin{aligned}
 \text{BANK} &= -0.40 + 0.01 * (\text{INCOME}) + 0.16 * (\text{ENFORCE}) \\
 &\quad (2.34) \quad (0.44) \quad (4.74) \\
 \text{LIQUIDITY} &= -0.06 - 0.021 * (\text{INCOME}) + 0.047 * (\text{ENFORCE}) \\
 &\quad (0.74) \quad (0.91) \quad (2.12)
 \end{aligned}$$

Las estadísticas *t* corregidas por heterocedasticidad se encuentran entre paréntesis.

Por lo tanto, la información es congruente con la opinión de que la aplicación y cumplimiento de la ley y los contratos es muy importante para el desarrollo bancario y bursátil.

### **E. Productividad: Sumando todos los efectos**

Ahora bien, vamos a reunir todos los vínculos. La Sección II mostró que los sistemas bancarios y mercados accionarios más desarrollados estimulan el crecimiento económico, especialmente al acelerar el crecimiento de productividad. Esta Sección mostró que el sistema legal -en lo referente a los derechos legales de los acreedores, los derechos legales de los accionistas, y la eficiencia del sistema legal para aplicar y hacer cumplir esos derechos- influye en el desarrollo de los bancos y de los mercados accionarios. En conjunto, los resultados de este análisis implican que las mejoras en el sistema legal -por ejemplo, las mejoras en la aplicación de la ley y en las leyes que rigen los derechos de los acreedores y de los accionistas- promueven el desarrollo del sector financiero y aceleran el crecimiento de productividad.

Esta subsección analiza econométrica la trayectoria de los vínculos desde el entorno legal hasta el sector financiero y posteriormente hasta el crecimiento de productividad global de los factores.

Consideraré primero el caso de los bancos. Se examinó cómo el sistema legal afecta el crecimiento de la productividad a través de su impacto en el sector bancario, utilizando mínimos cuadrados en dos etapas. En una primera etapa, se hizo la regresión de *Bank* en relación a *Creditor* y *Enforce*, considerando y controlando diferencias en el nivel de desarrollo económico (*Income*)<sup>15</sup>. Esta primera etapa extrae el componente exógeno de *Bank* asociado al entorno legal, el cual, como se mencionó anteriormente, se deriva de la herencia legal<sup>16</sup> de los países. La segunda etapa de regresión evalúa si el componente de *Bank* asociado con las características legales nacionales está relacionado con el crecimiento de productividad de largo plazo, medido por *Productivity*. Al igual que lo anterior, la estimación utiliza una observación por país y promedia la información para el período 1976-1993.

Los resultados indican una conexión importante en la dirección del entorno legal hacia el desarrollo bancario y, posteriormente, en el crecimiento de la productividad. Lo anterior se presenta en los resultados de la regresión en dos etapas que se muestran a continuación.

$$\begin{aligned}
 \text{PRODUCTIVITY} &= 0.09 - 0.015 * (\text{INCOME}) + 0.06 * (\text{BANK}) \\
 &\quad (3.48) \quad (3.65) \quad (4.84) \\
 \text{BANK} &= -0.69 + 0.06 * (\text{INCOME}) + 0.09 * (\text{CREDITOR}) + 0.14 * (\text{ENFORCE}) \\
 &\quad (1.92) \quad (1.04) \quad (2.06) \quad (4.31)
 \end{aligned}$$

Las estadísticas *t* corregidas por heterocedasticidad se encuentran entre paréntesis.

42 Observaciones.

Las estimaciones se calcularon utilizando mínimos cuadrados en dos etapas.

Las estimaciones sugieren una relación económica importante entre el sistema legal y el crecimiento de la productividad, transmitida vía el sistema bancario. Por ejemplo, los parámetros sugieren que un cambio en los derechos legales de los acreedores que aumente en uno a *Creditor*, incrementaría a *Bank* en 0.09.

Siguiendo la trayectoria de este efecto hasta llegar al crecimiento de productividad en el largo plazo, la modificación en los derechos de los acreedores implica un incremento en el crecimiento de productividad global de los factores de casi 0.54 (0.09\*0.06) puntos porcentuales por año. Esto es un incremento importante. El aumento implicado en el crecimiento de productividad representa aproximadamente una tercera parte del promedio de la muestra

<sup>15</sup> El omitir *INCOME* no afecta las conclusiones.

<sup>16</sup> He utilizado las variables del modelo del origen legal como variables instrumentales (Levine 1997b,c). Esto rinde resultados similares.



para *Productivity* (1.7 por ciento). Además, a lo largo del período 1976-1993, el promedio de *Productivity* fue de solamente 0.3 puntos porcentuales en México.

Por lo tanto, los datos sugieren que si México hubiera mejorado los derechos de los acreedores —de tal manera que *Creditor* hubiera estado en -1 en vez de -2— el crecimiento de productividad hubiera sido casi tres veces mayor. No obstante que el cambio de *Creditor* de un valor de uno (1) implica un cambio importante, el experimento conceptual anuncia los enormes beneficios potenciales de mejorar los derechos legales de los acreedores. De acuerdo con los parámetros anteriores, el mejorar el cumplimiento de los contratos también representa un gran estímulo para el crecimiento de la productividad a largo plazo.

Ahora, consideré el caso de los mercados accionarios. Al igual que en el caso de los bancos, examiné cómo el sistema legal afecta el crecimiento de la productividad por medio de su impacto en la liquidez de los mercados accionarios, utilizando mínimos cuadrados en dos etapas. En una primera etapa, se hace la regresión de *Liquidity* sobre *Srights* y *Enforce*, controlando el nivel total de desarrollo económico (*Income*). Esta primera etapa extrae el componente exógeno de *Liquidity* asociado con el entorno legal, el cual como se mencionó anteriormente, se deriva del origen legal de los países. La regresión de la segunda etapa está asociada con el crecimiento de la productividad de largo plazo, medida por *Productivity*. Al igual que lo anterior, las regresiones utilizan una observación por país y promedian los datos para el período 1976-1993.

Los resultados indican una conexión muy estrecha que se percibe desde el entorno legal hasta la liquidez en el mercado accionario y posteriormente en el crecimiento de productividad. Esto se muestra en los siguientes resultados.

$$PRODUCTIVITY = 0.03 - 0.003*(INCOME) + 0.09*(LIQUIDITY)$$

(2.70) (1.96) (2.48)

$$LIQUIDITY = 0.14 - 0.02*(INCOME) + 0.034*(SRIGHTS) + 0.047*(ENFORCE)$$

(1.81) (0.94) (2.16) (2.12)

Las estadísticas t corregidas por heterocedasticidad se encuentran entre paréntesis.

45 Observaciones

Las estimaciones se calcularon utilizando mínimos cuadrados en dos etapas.

La relación económica es grande. Por ejemplo, los parámetros sugieren que un cambio en los derechos legales de los accionistas que incrementa *Srights* en uno aumentaría *Liquidity* en 0.034. Esto afecta el crecimiento de la productividad en el largo plazo: el fortalecimiento de los derechos de los accionistas implica un incremento en el crecimiento de productividad de todos los factores de casi 0.31

(0.09\*0.034) puntos porcentuales por año. El incremento implicado en el crecimiento de productividad representa casi una quinta parte del promedio de *Productivity* de la muestra (1.7 por ciento). Además, los datos sugieren que si México hubiera mejorado los derechos de los accionistas —de tal manera que *Srights* hubiera sido uno en vez de cero, el crecimiento de productividad hubiera sido dos veces más rápido durante el período 1976-1993.

Cabe mencionar que estos resultados econométricos son robustos. Como se describe en Levine (1997b,c) el sistema legal afecta el desempeño económico al afectar el sistema financiero. Este resultado se mantiene aun después de controlar para muchos otros factores asociados con el crecimiento económico, según lo subrayan Levine y Renelt (1992). Además, los resultados se mantienen al utilizarse variables instrumentales diferentes. Finalmente, el fuerte vínculo que se percibe desde el sistema legal hasta el sistema financiero y posteriormente en el crecimiento de productividad de largo plazo, se encuentra apoyado por técnicas alternativas de estimación, tales como el Método Generalizado de Momentos.

En suma, los datos sugieren que los bancos y la liquidez de los mercados accionarios ejercen un impacto importante en el crecimiento de productividad de largo plazo. Además, las características particulares de los sistemas legales nacionales —la eficiencia de la aplicación y el cumplimiento de los contratos y el tratamiento legal de los acreedores y los accionistas— ejercen de manera importante una influencia en el desarrollo bancario y accionario. El análisis muestra que existe un fuerte vínculo empírico que se transmite desde el sistema legal por medio del sistema financiero para llegar al crecimiento de productividad de largo plazo. Los experimentos conceptuales presentados anteriormente sugieren grandes beneficios potenciales en el crecimiento de productividad para México al mejorar su sistema legal.

#### 4. México desde una Perspectiva Internacional

México cuenta con mercados financieros subdesarrollados y limitaciones desagradables y conspicuas en su sistema legal. Esta sección examina los sistemas financieros y legales de México desde una perspectiva internacional. La siguiente sección trata las implicaciones de política que surgen de estas comparaciones entre países.

##### A. Evaluación comparativa de los mercados financieros de México

En relación a su nivel de desarrollo económico, México cuenta con bancos y mercados accionarios relativamente subdesarrollados. Para comparar los sistemas financieros, se consideran y controlan un número de características de cada país:

específicamente, el nivel de ingresos *per capita* así como las medidas de distorsiones comerciales, fiscales y monetarias. Es importante controlar para estas características porque existen ciertos límites de la utilidad de comparar el sistema financiero de México con el de Alemania, por ejemplo. Sin embargo, vale la pena mencionar que, aun sin controlar estos factores, resultan las mismas conclusiones que se reportan a continuación. Considerese primero una comparación del sistema financiero de México a lo largo del período 1976-1993.

#### Evaluación del Sistema Financiero Mexicano, 1976-1994

BANK	número 43 entre 43 países
LIQUIDITY	número 37 entre 43 países

Como se muestra en el cuadro anterior, el sistema bancario mexicano se encuentra en último lugar entre los 43 países de acuerdo con los datos para el período 1976-1994. Además, la liquidez en México se sitúa en el lugar 37 entre los mismos 43 países después de controlar para el nivel de desarrollo económico y otros factores económicos. Por lo tanto, al comparar los mercados financieros de México con los otros países de la muestra, el resultado es relativamente desfavorable.

Uno de los principales problemas al comparar el sistema financiero mexicano con otros sistemas financieros a lo largo del período 1976-1994 es que el sistema financiero de México ha sufrido enormes cambios. Al mismo tiempo, es importante promediar los indicadores del sector financiero durante periodos largos para no captar fluctuaciones en los ciclos de negocios.

#### Evaluación del Sistema Financiero Mexicano, 1976-1994

BANK	número 39 entre 43 países
LIQUIDITY	número 40 entre 43 países

Surge el mismo panorama desalentador al hacer comparaciones para el período 1990-1994. El nivel de desarrollo bancario de México y el nivel de liquidez en el mercado accionario mexicano se comparan desfavorablemente al observarse desde una perspectiva internacional. Estos mismos aspectos se presentan en la **Tabla 2**, la cual muestra valores de *Bank* y *Liquidity* para ciertos países.

#### B. Evaluación Comparativa del Sistema Legal de México

México cuenta con la característica nada envidiable de ser el único país dentro de la muestra con el valor mínimo para los indicadores de los dere-

Tabla 2

#### ¿Cómo se comparan los mercados financieros de México?

Países Seleccionados: 1990-1994

BANCA		ACCIONES	
Malasia	1.4	Malasia	0.8
Tailandia	1.2	Tailandia	0.5
Corea	1.0	E.U.A.	0.4
Canadá	0.9	Corea	0.4
E.U.A.	0.9	Canadá	0.2
Chile	0.8	<b>México</b>	<b>0.1</b>
<b>México</b>	<b>0.4</b>	Chile	0.0
Argentina	0.2	Argentina	0.0

chos de acreedores y de accionistas. Por lo tanto, en términos de la relación entre los códigos legales y el desarrollo del sector financiero, México tiene los peores códigos legales entre los países de la muestra.

Para mostrar lo anterior, se suma *Creditor* con *Sights* para producir un índice global para el sistema legal (y también se agrega un valor de dos para que el valor mínimo sea cero). El valor mínimo del índice global del sistema legal es cero mientras que el valor máximo posible es ocho. Los valores para algunos países se presentan en la **Tabla 3**.

Tabla 3

#### ¿Cómo se compara el sistema legal de México a nivel internacional?

PAIS	INDICE	PAIS	INDICE
Hong Kong	7	India	5
Pakistán	7	Corea	5
E.U.A.	6	Chile	4
Malasia	6	Filipinas	4
Nigeria	6	España	4
Tailandia	6	Brasil	3
Kenia	6	Uruguay	3
Zimbabwe	6	Perú	2
Argentina	5	Colombia	1
Ecuador	5	<b>México</b>	<b>0</b>
Egipto	5		

De acuerdo con estos resultados, México cuenta con el valor más bajo del índice global para el sistema legal dentro de la muestra. Cabe mencionar que, en términos de la aplicación y el cumplimiento de la ley, México se encuentra en el lugar 33 entre 49 países.

Por lo tanto, al comparar el sistema legal de México con los de otros países, el resultado no es favorable. En lo que se refiere a los códigos legales que definen los derechos de los acreedores asegurados y de los accionistas minoritarios, México tiene la peor clasificación dentro de la

muestra. Aquí, «mejor» y «peor» se definen en términos de la relación entre los códigos legales y el desarrollo del sector financiero. Asimismo, el sistema legal de México no cuenta con una buena evaluación respecto a la aplicación y el cumplimiento de la ley desde una perspectiva internacional. Debido a que el entorno legal está vinculado muy estrechamente con el desarrollo del mercado financiero, las mejoras en el sistema legal ofrecen una estrategia para fomentar el desarrollo bancario y mejorar la liquidez en el mercado accionario.

Estas comparaciones agregadas de los sistemas legales y financieros deberán interpretarse con cautela. Estos análisis no incluyen una revisión muy estricta de los sistemas financieros y legales de México. Por lo tanto, las comparaciones de los agregados que se presentan en este estudio deben considerarse como sugerencias para una estrategia. No deben ser vistas como un plan específico de reformas legales que mejorarían el sistema financiero y por lo tanto fomentarían el crecimiento de la productividad.

## 5. Conclusiones y consideraciones de política

Nuestro análisis utiliza comparaciones entre países para examinar el anémico crecimiento de productividad en México. El estudio muestra que ciertas características de los sistemas legales nacionales -la eficiencia al aplicar la ley y hacer valer los contratos y las leyes que rigen los derechos de los acreedores y de los accionistas- ejercen una influencia importante en el desarrollo financiero. A su vez, el sector financiero desempeña un papel importante al determinar la tasa de crecimiento de productividad de largo plazo.

A mediados del siglo XIX, Walter Bagehot arguyó que solamente los sistemas financieros eficientes canalizan capital a aquellas empresas que fomentan el crecimiento económico. Este estudio se basa en el trabajo de LaPorta, López-de-Silanes, Shleifer y Vishny (1996) al mostrar que el sistema legal desempeña un papel importante al determinar la eficiencia de los sistemas financieros.

**Una vez que se acepta la fuerte conexión empírica entre el marco legal, el sistema financiero y el crecimiento de la productividad, se vuelve apremiante realizar un escrutinio muy cuidadoso del sorprendentemente deficiente sistema legal mexicano, conforme México busca promover una productividad más elevada en el futuro.**

El análisis realizado en este estudio apoya una estrategia de reforma que considera tres aspectos. El primero reconoce que es sumamente difícil cambiar los códigos legales. México podría lograr que los procedimientos de reorganización y quiebra fueran más rápidos, eficientes y transparentes. Esto ayudaría al desarrollo bancario sin necesidad de cambiar las leyes que rigen los derechos de los acreedores.

Por ejemplo, el sistema legal puede imponer la intervención automática de activos y permitir que la administración de una empresa siga operando mientras una empresa se encuentra en proceso de reorganización o quiebra. Sin embargo, si los procedimientos son rápidos y equitativos, esto reducirá el castigo para los acreedores y facilitará las actividades de los acreedores pignoratios. De esta manera, el gobierno mexicano podría mejorar las operaciones del sector financiero antes de modificar los códigos legales.

De igual manera, mientras las leyes sigan inclinadas en contra de los accionistas minoritarios en México, el primer aspecto de la estrategia de reforma podría ser mejorar la posición y la confianza de los accionistas minoritarios. Por ejemplo, la Bolsa podría promover un control más estricto de las empresas por medio de los requisitos de registro.

Como condición para cotizar en la Bolsa, se les puede exigir a las empresas que adopten medidas más efectivas para proteger a los

accionistas minoritarios. Estas podrían incluir:

(1) Una mayor divulgación de información por parte de las empresas que cotizan en la Bolsa -además de los reportes periódicos, se podría exigir que divulgaran ciertos eventos oportunamente (incluyendo las transacciones con empresas afiliadas),

(2) Normas contables más estrictas, y

(3) La creación y promoción de normas de arbitraje para reclamaciones por parte de los accionistas (o tal vez la Bolsa podría patrocinar su propio sistema de arbitraje).

Además las empresas tendrían la libertad de incorporar en sus estatutos ciertas protecciones importantes para los accionistas minoritarios, adicionales a las que se requieren actualmente bajo la Ley General de Sociedades Mercantiles. Estas disposiciones adicionales podrían incluir:

(1) Requisitos para contar con directores externos (no administrativos),

(2) La divulgación de transacciones entre asociados y de las remuneraciones a los administradores,

(3) Aprobación por mayoría plena o por los directores externos para realizar transacciones con empresas afiliadas

(4) La rotación de auditores externos independientes,

(5) Reportes periódicos a los accionistas por los auditores externos, y



(6) El arbitraje privado obligatorio de las disputas entre los accionistas y la empresa/administración.

La Bolsa (y otras instituciones oficiales) podrían fomentar o exigir que las empresas adoptaran disposiciones de protección adicionales a las que actualmente impone la ley. Desde luego, la Bolsa deberá estar consciente de los posibles efectos que estos requisitos adicionales pudieran tener en la decisión de emisoras potenciales de registrarse en bolsa. Sin embargo, un mejor control de las empresas serviría, en el largo plazo, para incrementar los beneficios financieros de cotizar en la bolsa al promover una mayor participación por parte de los ahorradores.

Un segundo aspecto de la estrategia de reforma es el relacionado con la aplicación y el cumplimiento de las leyes y los contratos. Los datos indican que los países con un mejor desempeño en la aplicación efectiva de las leyes cuentan con sistemas bancarios más desarrollados y mercados accionarios más líquidos.

Referente a la aplicación y cumplimiento de las leyes, México se encuentra entre los países incluidos en la tercera parte con la evaluación más baja dentro de la muestra. Por lo tanto, las refor-

mas que mejoren la aplicación de las leyes y los contratos pueden fomentar el desarrollo de los mercados de capitales y por consiguiente, promover el crecimiento de la productividad, sin requerir de modificaciones fundamentales en los códigos legales.

Tercero, los resultados incitan a una evaluación detallada del tratamiento legal de los acreedores y los accionistas minoritarios y una revisión de las diferentes formas de mejorar la eficiencia al promover el cumplimiento de los contratos. El análisis sugiere que existen grandes diferencias entre México y el resto del mundo. El sistema legal mexicano aparentemente ofrece menos protección a los accionistas minoritarios y a los acreedores que otros sistemas legales. Después de una rigurosa revisión del sistema legal mexicano, los formadores de política podrían considerar reformas legales que estimulen el desempeño del mercado financiero y aceleren el crecimiento económico en el largo plazo.

En conclusión, se debe enfatizar que este estudio se enfoca en la manera en que algunas reformas legales podrían mejorar las operaciones en el sector financiero, promoviendo así el crecimiento de productividad. El estu-

dio no cubre el amplio espectro de las reformas legales, regulatorias y de política que podría considerar México en su esfuerzo por mejorar el desarrollo del sector financiero.

Por ejemplo, los esfuerzos adicionales para resolver las complicaciones residuales de la crisis bancaria de 1995, la reforma del esquema de protección del ahorro, la actualización del marco regulatorio y de supervisión, el mejoramiento de la operación y confiabilidad de los registros, y la reforma material de la banca de desarrollo también ofrecen valiosos vehículos para mejorar el desarrollo del sector financiero. Además, este estudio no menciona reformas en el sector no financiero. Estas omisiones no deben sugerir que se está adoptando una opinión mono-causal con respecto al crecimiento de la productividad.

Estas omisiones simplemente reflejan las limitaciones del estudio. En vez de una visión amplia de reforma económica, este estudio se concentra en examinar cómo ciertas reformas legales afectan al sector financiero y en el proceso, cómo estas reformas legales influyen en el crecimiento de la productividad.

## Referencias

- Bagehot, Walter. *Lombard Street*. Homewood, IL: Richard D. Irwin, 1873 (Edición 1962).
- Bencivenga, Valeria R., y Smith, Bruce D. Financial Intermediation and Endogenous Growth. *Review of Economic Studies*, abril 1991, 58(2), pp. 195-209.
- Demirgüç-Kunt, Asli y Maksimovic, Vojislav. *Financial Constraints, Uses of Funds, and Firm Growth: An International Comparison*. mimeo del Banco Mundial, 1996.
- Easterly, William y Levine, Ross. Africa's Growth Tragedy: Policies and Ethnic Divisions. *Quarterly Journal of Economics*, de próxima publicación, noviembre 1997.
- Hansson, Pontus y Jonung, Lars. *Finance and Growth: The Case of Sweden 1834-1991*. mimeo, Suecia: Escuela de Economía de Estocolmo.
- Jayaratne, Jith y Strahan, Phillip E. The Finance-Growth nexus: Evidence from Bank Branch Deregulation. *Quarterly Journal of Economics*, agosto 1996, 111(3), pp. 639-670.
- King, Robert G y Levine, Ross. Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right. *Quarterly Journal of Economics*, agosto 1993a, 108(3), pp. 717-38.
- King, Robert G y Levine, Ross. Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence. *Journal of Monetary Economics*, diciembre 1993b, 32(3), pp. 513-42.
- King, Robert G y Levine, Ross. Capital Fundamentalism, Economic Development, and Economic Growth. *Carnegie-Rochester Series on Public Policy*, junio 1994, primavera 40, pp. 259-92.





- Laporta, Rafael; López-de-Silanes, Florencio; Shleifer, Andrei; y Vishny, Robert W. *Law and Finance*. National Bureau of Economic Research. Working Paper, No. 5661. Julio 1996.
- Laporta, Rafael; López-de-Silanes, Florencio; Shleifer, Andrei; y Vishny, Robert W. Legal Determinants of External Finance. *Journal of Finance*, julio 1997, 52 (3), pp. 1131-1150.
- Levine, Ross. Stock Markets, Tax Policy, and Economic Growth. *Journal of Finance*, septiembre 1991.
- Levine, Ross. Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*, junio 1997a, 35(2), pp. 688-726.
- Levine, Ross. *Law, Finance, and Economic*. mimeo, Universidad de Virginia, 1997b.
- Levine, Ross. *Banks and Economic Development: The Legal Determinants of Banking Development and the Impact of Banks on Long-Run Growth*. mimeo, Universidad de Virginia, 1997c.
- Levine, Ross y Renelt, David. A Sensitivity Analysis of Cross-Country Growth Regressions. *American Economic Review*, septiembre 1992, 82(4), pp. 942-63.
- Levine, Ross y Zervos, Sara. Stock Markets, Banks and Economic Growth. *American Economic Review*, 1997 de próxima publicación.
- Neusser, Klaus y Klügler, Maurice. *Manufacturing Growth and Financial Development: Evidence from OECD Countries*. mimeo de la Universidad de Berna, 1996.
- Rajan, Raghuram G y Zingales, Luigi. *Financial Dependence and Growth*. mimeo de la Universidad de Chicago, mayo de 1997.
- Rousseau, Peter L y Wachtel, Paul. *Financial Intermediation and Economic Performance: Historical Evidence from Five Industrial Countries*. mimeo de Vanderbilt University.
- Schumpeter, Joseph A. *The Theory of Economic Development*, 1912, traducido por Redvers Opie. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1934.
- Shleifer, Andrei y Vishny, Robert W. A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, junio 1997, 52(2), pp. 737-84.
- Wachtel Paul y Rousseau, Peter. Financial Intermediation and Economic Growth: A Historical Comparison of the U.S., U.K. and Canada, en *Anglo-American Financial Systems*, eds. M.D. Bordo y R. Sylla. Homewood, IL: Business One Irwin, 1995.

