

EL MERCADO DE VALORES. UN RETO A LA
ECONOMIA MEXICANA

ALEJANDRA PARRA MORENO

MEXICO, D. F.

1977

T
HG4521
P3
c.1

BSSIS PROFILES MANALL



1080076632

AC

A

TTS

CLA
F

2695

2-7-77

UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA DE MEXICO

Facultad de Economía



30.77.08

ZAR II

El Mercado de Valores. Un Reto a la Economía Mexicana

T E S I S

Que para obtener el título de :
LICENCIADO EN ECONOMIA

p r e s e n t a :

ALEJANDRA PARRA MORENO



FONDO
TESIS

(76632)



UANL

FONDO
TESIS LICENCIATURA

México, D. F.

1977

T
HFL 21
P3

A mis padres y abuelos

A mis hermanos

A mis familiares y amigos

Al Sr. Lic. Ernesto Lobato López
por su acertada asesoría.

Al Sr. Lic. Alberto Pérez Calderón
por su valiosa ayuda y constante
estímulo que me brindó en la elab-
oración del presente trabajo.

Al Sr. Lic. Ramón Esquivel Avila
por sus atenciones y atinados co-
mentarios.

INDICE

	PAG.
PROLOGO	
INTRODUCCION	1
CAPITULO I	
EL MERCADO FINANCIERO	11
1.- Concepto	11
2.- Mercado de Dinero	18
3.- Mercado de Capitales	23
A. Tasa de Interés	28
B. Instrumentos Financieros	33
C. Intermediarios Financieros	37
4.- Ahorro y El Mercado de Capitales	44
5.- Obstáculos al Desarrollo del Mercado de Capitales en los Países Insuficientemente Desarrollados	53
CAPITULO II	
EL MERCADO DE DINERO Y CAPITALS	57
1.- Características Generales	57
2.- Instrumentos de Captación y Canalización de Ahorro	65
3.- El Crédito del Sistema Bancario	77

	PAG.
CAPITULO III	
EL MERCADO DE VALORES	84
1.- Los Valores	84
A. Valores de Renta Fija	85
B. Valores de Renta Variable	87
2.- Mercado Primario	90
3.- Bolsas de Valores	97
A. Panorama General	97
B. Evolución de las Bolsas en México	108
C. Operatividad de la Bolsa - Mexicana	120
4.- Intermediarios en las Operaciones con Valores	131
5.- La Comisión Nacional de Valores - como Organo de Vigilancia	141
6.- Banco de México y Nacional Finan- ciera	148
CONCLUSIONES	155

	PAG.
APENDICE ESTADISTICO	162
CUADRO I	
Participación del Ahorro en el Producto Interno Bruto 1950-1973.	163
CUADRO II	
Clasificación de valores del Banco de - México de acuerdo con su circulación.	164
CUADRO III	
Clasificación de valores del Banco de - México de acuerdo a su tenencia.	165
CUADRO IV	
Clasificación de valores de la Comisión Nacional de Valores.	166
CUADRO V	
Clasificación de valores de renta varia <u>a</u> ble desde el punto de vista legal.	167
CUADRO VI	
Bursatilidad de las empresas inscritas - en la Bolsa Mexicana de Valores -1975-.	168
CUADRO VII	
Operaciones en la Bolsa de Valores de - México 1960-1976.	169

	PAG.
CUADRO VIII	
México: Operaciones en la Bolsa de Valo <u>res</u> de Monterrey 1961-1975.	170
CUADRO IX	
México: Operaciones en la Bolsa de Valo <u>res</u> de Guadalajara 1961-1975.	171
CUADRO X	
Operaciones en la Bolsa Mexicana de Va- lores por clases de valores 1975-1976.	172
CUADRO XI	
Operaciones totales de las empresas más activas en la Bolsa Mexicana de Valores 1975-1976.	173
CUADRO XII	
Valor de las operaciones con valores de renta fija por emisores en la Bolsa Me- xicana de Valores 1975-1976.	174
CUADRO XIII	
Emisiones más activas en la Bolsa Mexica <u>na</u> de Valores 1975-1976.	175

PAG.

CUADRO XIV

México: Monto de la deuda interna total
representada por valores de renta fija
1973-1976.

176

BIBLIOGRAFIA CONSULTADA.

177

PROLOGO

El mercado de valores indudablemente se ha destacado como fuente de financiamiento en los países altamente desarrollados, lo que ha motivado que los países en desarrollo traten de integrar en su sistema financiero un mecanismo semejante, pero imitando a los mercados internacionalmente más importantes.

Implantar íntegramente modelos ajenos ha propiciado dificultades y fracasos, ya que el mercado ha sido siempre, en gran medida, el reflejo de la actividad económica y financiera de cada país, por lo que fundar el desenvolvimiento de nuestras instituciones en una simple política de asimilación de experiencias extrañas queda fuera de todo orden.

Sin embargo, existen serios propósitos de algunos organismos internacionales, como es el caso de la Organización de Estados Americanos, por coadyuvar a la creación de un mercado de valores que venga a fortalecer el engranaje del desen

volvimiento financiero en los países de América Latina.

En nuestro país el Estado siempre ha propiciado el desarrollo del mercado y en los últimos años se han llevado a cabo modificaciones importantes que de hecho han reestructurado el mercado al decretarse una ley que contempla todas sus relaciones.

En el ámbito de las finanzas nadie resta importancia a los mercados de valores, pero es evidente que en los países desarrollados la participación de los individuos ha perdido importancia y tiende a institucionalizarse; el ahorrador individual ha preferido destinar sus recursos a las instituciones financieras emisoras de deudas indirectas, modificando así la tradición de concurrir directamente a los centros bursátiles y adquirir deudas directas. Además, el mercado de valores no se identifica solamente con las bolsas de valores y con las acciones como erróneamente se piensa, sino que es un concepto más amplio ya que las transacciones se pueden realizar fuera de bolsa y con un número ilimitado de títulos de muy diversos orígenes.

La complejidad del tema y el hecho de tener relaciones de trabajo con el mercado financiero me obligaron a consultar alguna literatura especializada, sin que encontrara

respuesta a interrogantes que a veces parecían elementales, - por lo que me propuse a la postre escribir el presente trabajo sobre el mercado de valores con el fin de profundizar más en la materia.

La mayoría de la literatura existente es extranjera y analiza los mercados y las técnicas del país de origen, lo que en un momento dado limitó el análisis. En el orden nacional indudablemente hay trabajos valiosos, y se sabe de algunos que no han trascendido al público, pero los que consulté - son parciales y aunque se refieren a problemas concretos y de épocas pasadas, fueron de gran utilidad.

México cuenta con un mercado de renta fija muy importante pero el accionario no reviste importancia, de ahí que - todos los esfuerzos se encaminen a su desarrollo como lo demuestran las reformas legales de 1975. Las observaciones, - los puntos de vista expresados y los errores que contenga el trabajo son de mi responsabilidad. -

El estudiar el mercado de valores en forma aislada no tendría mayor significación ya que no sería comprensible - sin el conocimiento previo del medio a que éste corresponde. Esto no significa que en este trabajo se pretenda examinar la

situación de la economía nacional pues quedaría fuera del tema, pero sí considero válido, hacer algunos señalamientos sobre el sistema financiero en su totalidad para poder evaluar la posición del mercado de valores dentro de este contexto.

Así, en el capítulo primero se presenta la estructura del mercado financiero analizando las partes que lo integran aunque no en forma detallada porque a más de quedar fuera de tema se ha analizado por economistas de gran prestigio y sería solo una repetición. En el mismo capítulo se analiza la importancia que reviste la generación de ahorros en una sociedad y su interrelación con el mercado de capitales. Además, se señalan los principales factores que afectan el desenvolvimiento del mercado en los países insuficientemente desarrollados como es el nuestro.

En el capítulo segundo se analizan las diferentes etapas por las que ha pasado el mercado de capitales nacional y su situación actual, presentándose un desglose de todos y cada uno de los instrumentos financieros más usuales en el mercado para la captación y canalización de recursos; con el fin de presentar un estudio más amplio se hace una evaluación del crédito otorgado por el sistema bancario de 1973 a septiembre de 1976.

En el capítulo tercero se plantea el objetivo primordial del trabajo, esto es, la estructura del mercado de valores, su desarrollo, sus problemas y sus posibles soluciones. Este se inicia con la descripción y clasificación de los titulos que son objeto de negociación para analizar después el mercado; éste a su vez se divide en "mercado primario" y "mercado secundario" estudiándose cada uno por separado. En éste último se da especial atención a la bolsa y a los agentes ya sean personas físicas o morales.

En el apartado relativo a las bolsas de valores se hace una reseña histórica de su origen y desarrollo considerando conveniente observar aspectos de la bolsa de valores de New York para tomarla como marco de referencia por ser la más importante en el mundo capitalista.

En seguida se presentan las etapas por las que pasó la actual Bolsa Mexicana de Valores y se lleva a cabo un estudio sobre la operatividad de la misma con datos de 1974, 1975 y los primeros nueve meses de 1976 con el propósito de evaluar el papel que desempeña. Se presenta la función de los intermediarios y los cambios realizados a raíz de la Ley del Mercado de Valores que empezó a regir a partir del 2 de enero de 1975.

Por último y con el fin de completar el marco del mercado, se ve la participación que ha tenido el Estado en materia de vigilancia, resaltando el papel de la Comisión Nacional de Valores. También se mencionan los cambios significativos que la institución ha experimentado a raíz de la expedición de la Ley del Mercado de Valores; por último se observa la posición que guarda tanto Banco de México como Nacional Financiera respecto a dicho mercado.

INTRODUCCION

Las primeras actividades realizadas por el hombre surgieron para satisfacer sus necesidades, tanto en forma individual como colectiva. Al volverse sedentario, la transformación y adaptación al medio ambiente las logró a través de una actividad sistemática, dirigida esencialmente a la obtención de los productos de la naturaleza. Conforme avanzó el tiempo, cada pueblo llegó a poseer un aspecto característico en la forma de proveer sus necesidades.

Una vez superada la vida sedentaria, el hombre evoluciona a través de diversas etapas que van conformando, desde el punto de vista económico, los distintos modos de producción y de relaciones sociales que se presentaron en todo el proceso histórico. Actualmente, la estructura económica mundial está representada por dos principales bloques de países: socialistas y capitalistas. Se ha dicho que el desarrollo económico es "el proceso por medio del cual se trans

forma una economía cuyo ingreso por habitante tiene una tasa de crecimiento pequeña o negativa, en una economía en la cual el ingreso por persona tiene una tasa significativa de incremento autosostenido como una característica permanente a largo plazo" (1). Paul A. Baran estima que es "una transformación de vasto alcance en la estructura económica, social y política de la sociedad en la organización dominante de la producción, de la distribución y del consumo" (2). Otra de las tantas definiciones existentes al respecto es la de Simon Kuznets, que entiende el desarrollo económico como "los conocimientos de las ciencias empíricas aplicados a los problemas de la producción y de la organización económico social" (3).

Por lo tanto, se considera que los rasgos del desarrollo económico en cualquier país son: el incremento sostenido del ingreso per-cápita superior al aumento de la población; la distribución equitativa del ingreso y la elevación de los niveles de vida de las clases populares; el empleo racional de los factores de producción, existiendo de tal forma una transformación de gran significado en la estructura económica, social y política.

- (1) Adelman Irma. Teorías del Desarrollo Económico. Fondo de Cultura Económica. (México 1964) Pág. 11
- (2) Baran Paul A. La Economía Política del Crecimiento. Fondo de Cultura Económica. (México 1961) Pág. 19
- (3) Kuznets S. Aspectos Cuantitativos del Desarrollo Económico. Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos. (México 1959)

La mayor parte de la población mundial no ha alcanzado estas condiciones, encontrándose en menor grado de desarrollo; a los países donde habita dicha población se les designa por diferentes denominaciones, pero en esencia, se trata de países pobres.

Para efectos del presente trabajo, se enumerará una serie de rasgos fundamentales y comunes que los caracterizan, pero pasando por alto las particularidades que adquiere cada uno de ellos, porque en rigor no es el propósito central del trabajo y porque en términos de países, un problema puede ser más agudo para uno que para otro; lo que si es común o al menos empíricamente se ha demostrado, son los cambios estructurales que sufren los países en un proceso de desarrollo.

Las actividades a las que puede dedicarse la población suelen agruparse en tres sectores: en el primero se llevan a cabo actividades primarias, en donde están englobadas - agricultura, minería y pesca; las actividades secundarias -- agrupan industrias manufactureras y de transformación; y las actividades terciarias comprenden servicios.

En las economías pobres existe en la estructura - ocupacional de la población un predominio del sector primario

y por lo tanto un pequeño y a veces nulo grado de desarrollo industrial, en tanto que el sector servicios presenta un crecimiento que no es acorde con el desarrollo. Ello motiva cuadros de desempleo crónico estructural y subempleo de la mano de obra ocupada; un flujo de fuerza de trabajo del sector agrícola hacia el sector manufacturero, que no es empleada por su reducida capacidad o ninguna calificación; esto no afecta la producción del sector agrícola, ya que la productividad marginal del campesino es muy baja. Además está presente, lo que muchos autores denominan "estructuras duales", o sea, que existen sectores con rasgos precapitalistas que conviven con sectores cuya economía es moderna y dinámica.

El ingreso nacional es reducido en términos absolutos, existiendo además una mala distribución del mismo, y como consecuencia una concentración y centralización de recursos financieros y una marcada concentración de los medios de producción; la proporción del ingreso dedicada al ahorro es mínima en relación a la que se dedica al consumo, y la capacidad de inversión es muy limitada.

Se detecta, además, una total dependencia socioeconómica del exterior, la que se manifiesta en diferentes aspectos

tos: en las relaciones de intercambio, puesto que los países subdesarrollados basan sus exportaciones en productos primarios e importan bienes manufacturados; el comercio se efectúa solamente con unos cuantos países predominando, en el área, - el más avanzado. La dependencia de tipo financiero causa una fuerte fuga de capitales por concepto de intereses, regalías o utilidades por la evidente inversión extranjera; la utilización irracional de los recursos productivos ya sean naturales, humanos o de capital es patente, al igual que su defectuosa - combinación, reflejándose en una baja productividad. Muchos recursos naturales no son empleados debido a que no se tiene la técnica para hacerlo y esto implica dependencia.

Se pueden mencionar otros rasgos característicos de estas economías, como son inmovilidad social y política, analfabetismo, escasez de cuadros profesionales y de mano de obra calificada. Todas las características mencionadas no se dan en forma aislada; por el contrario, se interfluyen haciendo - más difícil alcanzar un rápido desarrollo económico.

Una de las metas a corto plazo de los países atrasados debe ser el logro de su independencia económica y en algunos casos la política, ya que solo de esa manera aumentaría - su nivel de vida, racionalizarían el uso de los factores, dejando a un lado, en forma sustancial, las presiones que ejercen sobre ellos las grandes potencias.

Para lograr que un país se desarrolle, es necesario que se desplacen los individuos ocupados en actividades de baja productividad hacia aquellas actividades que mayor productividad registran. Esto influye en forma decisiva, puesto que mientras el incremento del ingreso sea mayor, la proporción - que se dedique al consumo tenderá a disminuir y aumentará la destinada al ahorro, que se podrá invertir. Al ser superior el ingreso, se superará el nivel de subsistencia, se dedicará mayor monto al consumo de bienes manufacturados y se elevará de esta manera el nivel de vida de la población. Al suscitarse esta serie de cambios, se dispondrá de un mercado interno más amplio; conforme la distribución del ingreso sea más equitativa, existirá un mayor núcleo de la población que esté en posibilidades de comprar para absorber la producción interna. El volúmen de la población con capacidad de compra es decisivo para toda economía, ya que condiciona el tamaño y el poder adquisitivo del mercado interno para la instalación fabril, - así como las posibilidades de proyectar la demanda a un período de mediano plazo.

El nivel del ingreso per-cápita influye en cierto - grado en la formación de capital interno; donde sea elevado, las posibilidades de aumentar la tasa de formación de capital serán mayores y contrariamente donde se registren ingresos -

bajos, la formación de capital será baja; entendiéndose por capital el acervo de bienes productivos existente en un país; está representado básicamente por las construcciones y maquinaria existentes y los incrementos registrados en este renglón es lo que se llama formación de capital.

De lo anterior se desprende, que de los ahorros que se inviertan dependerá en gran medida el desarrollo económico; es más, muchos economistas opinan que la escasez de ahorro es la causa principal del subdesarrollo.

No se quiere decir con esto que el capital por sí mismo promueva un crecimiento; más bien, su tasa de crecimiento es esencial para poder utilizar y desarrollar los recursos con que cuenta el país.

Al alcanzarse una alta tasa de ahorro, como consecuencia de un permanente ingreso per-cápita elevado, el capital aumentará, lográndose una de las características del desarrollo económico, que es un crecimiento constante y sostenido. Tal sería una situación ideal, pero en los países subdesarrollados los ahorros con que cuentan provienen solamente del sector empresarial y capitalista.

Es muy importante contar con un mercado financiero bien estructurado para que sea posible la canalización de -- los ahorros hacia inversiones productivas, financiando de esta manera el desarrollo industrial.

Por tanto, se considera que el estudio del mercado financiero es relevante al encontrarse relacionado con el - mercado de bienes y servicios y con el de trabajo. Según - afirma Antonín Basch, "como el ahorro interno financia la mayor parte de la inversión, se puede sostener que el crecimiento económico de los países depende en gran medida de la fuerza y eficiencia de los respectivos mercados de capitales"(4). Por lo que "la dimensión y las características que asume el - sector financiero en un país, en un momento determinado, de--penden fundamentalmente de los déficits en que incurren las - unidades inversoras y los superávits que constituyen las uni--dades ahorradoras" (5).

Por otra parte, el desarrollo general de este sec--tor está determinado por la tasa de crecimiento de la econo--mía, ya que mediante el proceso de producción se generan in--gresos tanto del sector público como del privado; y en la -

(4) Basch Antonín. Análisis de los Mercados Latinoamerica--nos de Capitales. CEMLA. (México 1969) Pág.

(5) Arnaudo Aldo A. Economía Monetaria. CEMLA. (México 1972) Pág.

medida en que éstos gastan una parte de su ingreso corriente, la parte que no se gasta en este renglón representa fondos - públicos y privados que se convierten en ahorros encaminados a la inversión; este flujo de dinero es el que es captado por el sistema financiero.

Concluyendo, se puede anotar que la estructuración de un mercado financiero es indispensable para que puedan desarrollarse los países, ya que este financiamiento del desarrollo económico debe contribuir a que exista un crecimiento al menor costo posible.

Si el desarrollo económico implica aumentar la capa cidad productiva y para ello se requiere destinar crecientes recursos a la formación de capital, o sea elevar la inversión, es necesario contar con un mecanismo adecuado que pueda canalizar el volumen de ahorro hacia las inversiones cuya productividad sea mayor. Además, en un país como el nuestro, en - donde opera el sistema de libre empresa al lado de una inter- vención más o menos activa del sector público, la función que desempeñe el sistema financiero debe ser conectar a las unida des económicas deficitarias con las superavitarias; es decir, permitir que ciertos sectores financien parte de sus gastos - incluyendo los de gastos de capital, con los ahorros de otros.

Mediante este mecanismo existirá "una mayor fluidez de fondos entre los que inviertan y los que ahorren, lo cual redundará en un uso mejor y más eficiente de los recursos reales del país" (6).

Por otra parte, no existe la menor duda de que la necesidad de hallar recursos financieros en adecuado monto a costo razonable, y sobre todo sin ataduras, constituye uno de los problemas más urgentes a resolver por los países en vías de desarrollo, con el fin de disminuir en forma significativa la miseria y el desempleo.

(6) Reina Hermosillo Práxedes. Mercado Mexicano de Valores.
Mimeografiado sin fecha.

Capítulo 1

EL MERCADO FINANCIERO

1.- CONCEPTO

Las economías monetarias surgieron a raíz de las -
desventajas que presentaba el trueque, es decir, el cambio -
directo de una mercancía por otra. En las economías moneta-
rias en las primeras etapas de desarrollo, el dinero facili-
tó el intercambio al cumplir con las funciones que le son -
inherentes como medio de cambio, es decir, es un bien de --
aceptación general para los pagos; sirve de medida común del
valor de las cosas, ya que la unidad monetaria expresa el va
lor de las mercancías. Además desempeña dos funciones deri-
vadas de las anteriores como son, patrón de pagos diferidos
y unidad de cuenta. Se puede afirmar que el dinero apareció
en un período determinado de la historia, precisamente cuan-
do su intermediación fue necesaria para el desarrollo de la
sociedad.

Por lo anterior, podemos deducir que el dinero en una economía monetaria tiene una doble significación. Es un bien en sí mismo, con su propia oferta y demanda, y entre - sus funciones es unidad de medida de otro bien: el crédito.

Ahora bien, existen dos tipos de crédito; el monetario y el no monetario.

Generalmente se considera el crédito como el traspaso del derecho al uso de un bien de propiedad de una persona natural o jurídica, que renuncia a este uso, en favor de otra persona que lo adquiere por un plazo determinado o no. Este concepto engloba tanto al crédito monetario como al no monetario. Una forma más precisa de definirlo sería la siguiente: crédito es todo lo que figura en el activo de una persona natural o jurídica, y al mismo tiempo en el pasivo - de otra persona distinta.

Al respecto nos dice Boulding "los créditos tienen la propiedad de aparecer en dos balances. Aparecen como activo de la persona que posee el crédito, y como pasivo, en el balance de la persona contra quien se tiene" (7). Confor

(7) Kenneth E. Boulding. Citado por Fernando Canitrot y Alvaro Saieh. Estudios Monetarios III. Banco Central de Chile (Chile 1974) Pág. 14

me a ésto podemos anotar que las características esenciales del crédito son: el que no existe un traspaso de propiedad, - pero existe la responsabilidad por parte de la persona que - recibe el crédito respecto a lo recibido, de lo cual debe -- dar cuenta.

Existen varias razones que explican la importancia del crédito en una economía, pero entre las más importantes - destacan las anotadas por Pesek y Saving que señalan que "el crédito permite un uso más eficiente de la dotación de recursos, es decir, permite que recursos para los cuales una persona no tiene uso momentáneamente, sean usados por otros como - es el caso del crédito otorgado por muchos ahorradores en asociaciones de ahorro y préstamo que han decidido separar cierta cantidad mensual con miras a adquirir cierto bien, pero - que aún no alcanzan el depósito exigido" (8). Además, el crédito hace posible modificar el tamaño de los recursos para su mejor uso; permite evitar riesgos al que quiere evitarlos y - asumirlos al que está dispuesto a correrlos. Por lo tanto, - el crédito permite evitar una diversidad de costos que están asociados al traspaso de propiedad.

Por lo anterior, es posible que mientras más desarrollado esté el mercado financiero, mayor es el volumen del --

(8) Pesek Boris P. y Saving Thomas R. The Foundations of Money and Banking. Ed. Mac millan Company. (Londres 1969) Pág. 25

crédito que se otorga a personas de recursos limitados, pero con alguna capacidad mínima de ahorro.

El traspaso del derecho a usar - crédito - se realiza en forma organizada en un mercado en el que existen oferentes y demandantes de crédito, teniendo éste un precio que está expresado por la tasa de interés, misma que establece un equilibrio entre ambos. Tanto el recibir como el otorgar el crédito no sólo se hace en forma directa, sino a través - de intermediarios. Existe una cantidad de instituciones, cuya actividad o una de cuyas actividades consiste en recibir créditos de unos y a su vez, conceder créditos a otros. En realidad el mercado financiero comprende un mercado para créditos a largo plazo, llamado el mercado de capitales y un - mercado para créditos a corto plazo, al que de manera un tanto engañosa se le dá el nombre de mercado de dinero, siendo ambos mercados interdependientes.

Antes de abordar el mercado financiero y sus elementos principales definiré, en términos operacionales, el concepto del mismo. Se entiende por mercado, el centro de - reunión de compradores y vendedores de bienes o servicios; es un lugar de intercambio de una mercancía por otra o de un valor por otro. Se considera que fue en estos centros de intermediación, donde se formaron los primeros centros financieros.

En la actualidad la función de intermediación financiera se realiza en muchos lugares a la vez y no necesariamente en torno a los mercados de bienes y servicios. Sin embargo, a pesar de que parecen independientes, están interrelacionados íntimamente al igual que con los mercados de bienes y servicios, porque su finalidad es la captación de un mismo recurso que fluye y refluye entre los mercados. Ese recurso es el dinero.

Se puede afirmar que el mercado financiero es - - áquel en el que se manifiestan negociaciones de activos financieros de toda índole, o sea que en este mercado se llevan a cabo todas las transacciones financieras. Petriccioli lo define "como el ámbito en el cual se ponen en contacto oferentes y demandantes de recursos monetarios a corto y largo plazo" (9).

En este mercado, sólo se toman en cuenta las operaciones institucionales, o sea aquellas que son constantes y que están reglamentadas quedando fuera del alcance las privadas que no se conocen porque no utilizan los instrumentos financieros formales.

(9) Petriccioli Gustavo. Monterrey Financiero. Abril 1962.
Pág. 7

Pero es claro que mientras mayor limitación exista al sistema organizado, mayor tendencia existe al desarrollo informal como sustituto del anterior, pero sólo como substituto imperfecto, porque involucra mayores dificultades de operación y de captación de recursos; por lo que se deduce que las características de cada mercado están en relación directa con el grado de desarrollo alcanzado en cada uno de ellos.

Para facilitar la exposición hablaré únicamente del crédito monetario, puesto que el no-monetario es difícil de estimar, a pesar de que existe una fracción muy importante en cualquier economía.

Se afirma por lo tanto, que en el mercado crediticio monetario o financiero, se pueden distinguir dos submercados, el formal y el informal.

El primero está formado por el conjunto de instituciones especializadas en la realización de operaciones crediticias y las personas naturales o jurídicas que realizan estas operaciones con ellos. El mercado informal de créditos está formado por empresas, personas e instituciones que también realizan operaciones crediticias, aún cuando no es éste su objetivo principal.

Antes de pasar a otro tema, se cree conveniente aclarar que el volúmen de crédito monetario existente refleja la concurrencia de varias transacciones que han requerido dinero para realizarse; pero el dinero facilita la producción y el consumo y obviamente, el traspaso de recursos implícito en el crédito monetario.

2.- MERCADO DE DINERO

La función primordial del mercado de dinero es el proveer fondos que faciliten el movimiento de bienes y servicios de la comunidad; si ésto se enfoca a la empresa, son todas las operaciones que le permiten el financiamiento del capital de trabajo. Si se observa el plazo requerido para obtener dinero destinado a cubrir gastos originados dentro del ciclo productivo, lo más común, será que las deudas se contraten a corto plazo, de ahí que tradicionalmente, el mercado de dinero se identifique como aquel, donde las transacciones u operaciones financieras se realizan precisamente en un corto período de tiempo.

Los intermediarios que operan en este mercado pueden ser oficiales o privados y otorgan financiamiento adquiriendo cualquier tipo de valor o pasivo directo emitido por terceros, o mediante la creación de dinero, lo que dá lugar al nacimiento de una deuda financiera de tipo indirecto.

El proceso de creación de deuda indirecta por parte de estos intermediarios, es el siguiente: cierta cantidad de circulante existente en la economía, va a dar a los

bancos comerciales, creándose un depósito primario o inicial de dinero. El préstamo que, a su vez, hacen estos bancos, no es en el mismo monto del depósito primario que reciben, ya que deben separar una cantidad tanto para el encaje legal como para sus operaciones diarias, otorgando por lo tanto, financiamiento por la cantidad diferencial entre el depósito inicial y encaje legal. Los sectores deficitarios que recibieron este dinero, parte lo van a dedicar a obtener bienes y servicios, virviendo de esta manera los recursos obtenidos en el banco a la circulación; la comunidad al recibirlos, guardará una parte y depositará la otra en cuenta de cheques, y así sucesivamente. "Al agotarse este proceso circulatorio se puede observar que un depósito primario o inicial originó un monto mayor de depósitos derivados o secundarios, lo que significa que se creó una oferta monetaria adicional". (10)

Volviendo a nuestro tema central, se puede afirmar que el mercado de dinero es el mecanismo que permite el financiamiento de los gastos corrientes, involucrando todos los sectores de la economía y distinguiéndose con absoluta claridad, instrumentos propios de contratación de la deuda.

(10) Campos Andapia Antonio. Teoría de la Intermediación Financiera y las Sociedades Financieras Privadas Mexicanas. Tesis Escuela Nacional de Economía. UNAM. (México 1962). Pág. 10

Los instrumentos que se utilizan en este mercado, además del cheque son: el pagaré y la letra de cambio. La aceptación y circulación de estos instrumentos está en función directa con el grado de desarrollo financiero y con las prácticas y conocimientos sobre cuestiones financieras.

La letra de cambio es considerada por muchos autores como el papel moneda de los comerciantes. Es, en rigor, comprobante de un crédito que otorga el girador al aceptante quien la suscribe y garantiza su pago; se transmite por medio de endoso *. Para corroborar su importancia dentro de la economía, se observa que su utilización se extiende desde los proveedores de insumos que entran en el proceso de fabricación hasta la distribución de los bienes ya elaborados, tanto en operaciones al mayoreo como al menudeo.

El pagaré ** se identifica como una promesa de pago, que implica obligación directa para el suscriptor del título. Es un título de importancia práctica, porque es el documento que más acostumbran usar los bancos en el manejo de los créditos directos. En este caso, se pueden mencionar -- las tarjetas de crédito que funcionan mediante la suscripción de pagarés a la orden del banco.

(*) Artículo 76 de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito.

(**) Artículo 170 de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito.

Es tan usual este tipo de documento financiero que en la actualidad no solamente las empresas y los individuos lo utilizan para convenir sus operaciones financieras, sino que se ha extendido a otros sectores, como el bancario, pero se le atribuye una importancia mayor por el papel que en los últimos años ha jugado como medio de financiamiento de algunos gobiernos de los estados y de los municipios.

El funcionamiento del cheque y su importancia económica es obvia, pero se puede comprender si se relaciona con los depósitos bancarios a la vista. Los depósitos a la vista representan recursos financieros necesarios para sus dueños, que por razones de comodidad y de seguridad los depositan en los bancos, con la confianza de que dispondrán de ellos a la vista; de aquí, que la creación del cheque nació de la necesidad de un documento que permite a los dueños de capitales depositados, la inmediata disposición sobre los mismos. ***

Dar una definición del cheque es labor sumamente difícil a raíz de las grandes divergencias doctrinales en -- torno a su esencia, es más, en el derecho mexicano no existe una definición concreta; sin embargo, siguiendo los lineamientos marcados, se puede afirmar que el cheque es un títu-

(***) En la actualidad, la legislación sobre el cheque está fundamentalmente constituida por la Ley Gral. de Títulos y Operaciones de Crédito, por la Ley Gral. de Insts. de Crédito y Organizaciones Auxiliares y por el Reglamento de las Cámaras de Compensación.

lo dirigido a una institución de crédito, con el que se dá - la orden incondicional de pagar a la vista una cantidad de dinero a cuenta de una provisión previa y en la forma convenida.

Por otra parte el cheque, al igual que los billetes y la moneda fraccionaria, forman parte de la circulación monetaria de una economía, cumpliendo las funciones del dinero.

La diferencia económica entre cheque y letra de cambio consiste en que el que suscribe un cheque necesita tener dinero; mientras que el que gira la letra de cambio no precisa tener en ese momento fondos disponibles, es más, al suscribir letras de cambio, lo hace porque necesita dinero. Es decir, que el primero además de ser un título de pago, es un título de crédito y el segundo es solamente un título de crédito.

En la mayoría de los países industrializados, un porcentaje muy elevado de las transacciones de todo tipo se realizan mediante cheques girados contra los depósitos a la vista.

3.- MERCADO DE CAPITALS

El mercado de capitales comunmente se entiende como "el mecanismo mediante el cual, el caudal de ahorros financieros se hace disponible para aquellos que buscan financiamiento a largo plazo, sea en forma de deuda o patrimonio" (11). En un sentido más amplio se puede afirmar que es el mecanismo que se ocupa de poner en contacto, de concentrar, la oferta y la demanda de recursos financieros. Por lo que se afirma que en el mercado de capitales se llevan a cabo operaciones, que están encaminadas básicamente a agilizar el financiamiento de la inversión; puesto que este tipo de préstamo es susceptible de emplearse en la creación, ampliación y renovación del capital fijo.

En este mercado por lo regular operan los intermediarios no monetarios que tradicionalmente se han designado como banca de inversión y otros oferentes no bancarios que realizan inversiones indirectas como las compañías de seguros y fianzas, etc.

Las instituciones se allegan recursos a través de la emisión y la venta de títulos de crédito a largo plazo; a

(11) Reuniones, Los Mercados de Capitales en los Países Desarrollados. CEMLA.(México 1965). Pág. 11.

esas obligaciones comunmente se les llama deuda indirecta. No crean dinero sino únicamente transfieren el existente, - dándole mayor velocidad, contribuyendo de esta manera a un aumento de la oferta de los fondos prestables "ya que el proceso termina tanto con más deuda directa, en poder de los intermediarios no monetarios - lo que representa financiamien- to adicional otorgado - como con más deuda indirecta no monetaria en manos de las unidades ahorradoras, lo que represen- ta riqueza acumulada por éstas" (12).

Dicho mercado en la mayoría de los países en vías de desarrollo, se encuentra también en una etapa incipiente, lo cual constituye obviamente, la explicación fundamental de su modesta importancia como fuente de financiamiento de la - inversión. Dentro de cada mercado el número y variedad de - instrumentos es reducido y su tenencia es poco diversificada. Una de las causas de escasez de capital proveniente de fuen- tes nacionales es el de que la mayoría de los activos finan- ciers tienen un alto grado de riesgo, incluyendo los rela- cionados con la inflación, la devaluación de la moneda, la - inestabilidad política y la incertidumbre de la actividad -- económica.

(12) Campos Andapía Antonio. Op. cit. Pág.¹⁴ Al final de este capítulo se precisa la función de los intermediarios.

Ya se señaló en qué consiste cada uno de los merca dos componentes del mercado financiero, pero cabe apuntar - que en la práctica es muy difícil señalar con exactitud has - ta donde las operaciones corresponden a cada mercado, puesto que están estrechamente vinculados. Existen operaciones com plementarias y como la función que desempeñan es la misma - - mantener un equilibrio en la demanda y oferta de fondos - no sería incorrecto hablar de un solo mercado, donde la dis - tinción por la asignación de los recursos estuviera en fun -- ción de la tasa de interés.

En líneas anteriores se ha mencionado un mercado - financiero que bien puede ser designado en forma genérica co mo el mercado de dinero. En rigor, la definición más propia sobre estos mercados está pendiente. En nuestro medio el -- mercado de dinero se identifica cuando las operaciones son a corto plazo y el mercado de capitales, cuando son a largo -- plazo; sin embargo ésto no es común y entre los economistas de otras latitudes sencillamente se refieren a un mercado de dinero para abarcar todos los plazos y operaciones.

Así, la expresión "Mercado de Capitales" está ca - rrente de una noción clara y precisa e inclusive, de un acuer

do suficientemente amplio acerca de su alcance y significación. En México su mención apareció a partir de la reforma monetaria-bancaria de 1931-1932. Tal vez por ello se observa que, cuando no se le ha confundido con el mercado de valores, se ha asimilado a los centros bursátiles, limitando indebidamente su ubicación. A menudo, también se excluye el llamado mercado monetario y aún al sector de créditos a medio plazo, a través de los cuales se financia en buena parte la formación de capitales, lo cual contribuye a la explicación de su modesta importancia como fuente de financiamiento de la inversión.

Como se anotó en la primera parte, el mercado de capitales se integra de una diversidad de conductos por los cuales fluyen los recursos financieros. Así el radio de acción del mercado de capitales es sumamente amplio y su estructura es muy variada y compleja, dependiendo de sus mecanismos el rumbo que sigan los fondos y la intensidad del proceso de capitalización.

Por supuesto, los rasgos que caracterizan al mercado de capitales en México son diferentes a los que se aprecian en países como Estados Unidos o Inglaterra. Es más, ni

quiera se igualan a los mercados de los países más evolucionados de América Latina. La estructura del mercado nacional expresa en cierta medida nuestro incipiente desarrollo, la dependencia frente al exterior y, en general, muchas de las peculiaridades socioeconómicas del país. Como señala -- Leopoldo Solís "la estructura financiera se encuentra estrechamente relacionada con el grado de desarrollo económico, - por lo que a medida que la actividad económica se incrementa, la organización financiera tiende a ser más compleja y especializada" (13). En rigor, la participación que tiene el sistema financiero para acelerar el desarrollo económico, es mediante el suministro de canales que facilitan la captación de ahorro y a su vez lo dirijan a sectores claves de la economía, puesto que " a través de la mediación financiera se logra la transferencia de ingresos de los sectores superavitarios de la economía, hacia aquellos que requieren fondos - para su inversión en las diversas ramas de la producción" (14).

(13) Solís Leopoldo. El Perfil de México en 1980. Siglo XXI
(México 1976.) Pág. 75

(14) Solís Leopoldo. Op. cit. Pág. 75.

A. TASA DE INTERES

Se indicó anteriormente, que el crédito implica el derecho que una persona cede a otra del uso de un bien; pierde temporalmente el derecho a usarlo y el que lo recibe lo gana. Por lo que además de la restitución del bien a la expiración del plazo, existe también un pago por su uso, ya sea en dinero o en especies.

Este pago, cuando se expresa por unidad del bien entregado en crédito y por unidad de tiempo de préstamo, reúne las características de un precio; el precio del crédito, que al igual que todos los precios de otros bienes es una expresión de la deseabilidad y escasez del bien.

El precio del crédito, siempre se expresa como un porcentaje de la suma prestada por unidad de tiempo, recibiendo el nombre de tasa de interés. La persona que otorga el crédito, realiza una inversión (ahorro) y espera una tasa de retorno. Para el que recibe el crédito es tasa de interés, para el que lo otorga es tasa de retorno de la inversión.

La tasa de interés cumple una función orientadora de las inversiones, ya que, como señalan Bierman y Smidt el retorno de una inversión "representa la más alta tasa de interés que un inversionista podrá pagar sin perder dinero, si todos los fondos para financiar la inversión se obtuviesen a préstamos y éste (principal e intereses) se pagase con el -- efectivo procedente de la inversión" (15).

Además, vemos que cada mercado establece su propia tasa de interés, es decir, que para cada tipo de instrumento de préstamo, tales como bonos hipotecarios, bonos financieros, cuenta de ahorros, etc., existe una tasa de interés específica.

Por ejemplo, en los Estados Unidos, la más ampliamente conocida es la tasa de interés preferencial (primerate) ésta es, la tasa de interés que otorgan los bancos por dinero prestado a aquellas empresas selectas. En México esta tasa no existe formalmente, pero es de suponerse que algunos grupos financieros discriminan el crédito en favor de empresas con nexos al grupo.

(15) Bierman Harold Jr. y Smidt Seymour. Citado por Fernando Canitrol y Alvaro Saieh. Op. cit. Pág. 23

Otro tipo bastante conocido es la tasa de interés que reportan las obligaciones; estos títulos generalmente se emiten por las empresas con deuda a largo plazo, con el fin de allegarse recursos "pagando" una determinada tasa por el tiempo que se use el dinero.

Existen también tasas de interés a corto plazo como son las que confieren los certificados de depósito sobre 90 días y el papel comercial de 4 a 6 meses, estas tasas son menores que las de largo plazo. Como se mencionó anteriormente, las tasas de interés representan el precio que se paga por el uso del dinero, precio que varía, por el monto del préstamo y fundamentalmente por el riesgo inherente. Se debe tener en cuenta que existen 2 tipos de riesgo; en primer lugar se tiene el que involucra la espera de un ingreso adicional o de que nunca sea obtenido. Otro riesgo que se corre cuando se presta dinero es el precio al que se puede vender la deuda, que puede ser menor que el precio al que se pagó por ella. Esto a menudo sucede con la compra de acciones.

Por ejemplo, cuando se adquiere un título de renta fija, existe la seguridad de que se recibirá un interés en un determinado lapso de tiempo que generalmente es de un año; caso contrario ocurre cuando se compra una acción a un precio determinado, supongamos de \$15.00 y a escasos 10 días es

ta misma acción, sólo puede ser vendida a \$3.00 a raíz de la constante oscilación de precios.

Por otra parte, se debe tener en cuenta los efectos que produce la inflación sobre el interés que se tiene que ajustar para compensar la pérdida de poder adquisitivo que sufre el dinero. Así, una alta tasa de interés parece ir acompañada de altos niveles de precios e inversamente -- cuando los precios son bajos, la tasa de interés también lo será; a este fenómeno Keynes lo llamó "la paradoja de Gibson", en razón de que, en teoría económica, los costos del capital monetario, en gran parte, son costos de inversión. Por ésto se esperaría que cuando la tasa de interés se eleve el costo de inversión se elevaría, causando de esta manera una menor inversión, consecuentemente, la actividad económica sería menor. Sin embargo, en la realidad nos encontramos que la tasa de interés corresponde positivamente con el ciclo de inversión no en forma negativa como lo presupone regularmente la teoría económica.

Conforme a lo anterior, vemos que es necesario distinguir entre tasa real y nominal de interés. La tasa nominal se considera por lo general la tasa de mercado y es aquella que cobran los bancos cuando prestan o bien la que pagan

cuando realizan operaciones pasivas y representa la tasa de cambio entre dinero presente y dinero futuro; la tasa real de interés, es aquella que considera la inflación esperada y la descuenta. Durante períodos de expansión de la actividad económica, con elevación de precios, se esperaría que la tasa de interés del mercado se elevaría en una determinada proporción, con el fin de mantener la tasa real de interés a un constante nivel razonable, en la práctica, muchas veces, la rigidez institucional impide o retarda este ajuste.

El problema sobre la tasa de interés es aún más complejo, porque los bancos, principalmente los comerciales, exigen a sus prestatarios cierta reciprocidad, ésto es que parte del préstamo concedido lo depositen. (Las modalidades son diversas). Esto ocasiona un incremento en la tasa porque si, por ejemplo, se obtiene un crédito por 1 millón de pesos al 10 % y se deposita 1/2 millón y se usa el otro 1/2 millón se está pagando por un total mayor que el usado y por lo tanto la tasa sería del 20 %. Para precisar este tipo de operación se requiere exactitud en montos y plazos de disponibilidad de dinero.

B. INSTRUMENTOS FINANCIEROS

Los instrumentos financieros son las alternativas de crédito existentes en cualquier economía. Existen múltiples clasificaciones de los instrumentos, debido a sus diversas características. Se optó por considerar la de la Organización de Estados Americanos a través de su "Programa del Mercado de Capitales" (16), ya que reúne más elementos económicos que otros que contemplan más lo legal.

Se considera que los instrumentos llenen estos requisitos:

- a) La tasa de interés que pagan estos instrumentos y las cláusulas de reajustabilidad del capital.
- b) El plazo del crédito.
- c) La liquidez o facilidad para transformar el instrumento en medios de pago.
- d) La institución emisora.
- e) Quién puede comprarlos.

(16) Estudios Monetarios III. Banco Central de Chile, 1974.
Pág. 24.

- f) Quién, controla la emisión.
- g) Tributación a que está sometido el retorno del capital.
- h) Garantía del instrumento.
- i) Mercado del instrumento.
- j) Ingreso en el caso en que el adquirente es una persona jurídica, y su tratamiento.

Se analizarán únicamente tres de las características bajo las cuales son generalmente clasificados los instrumentos: a) liquidez, b) plazo y c) riesgo.

Atendiendo a la primera característica - liquidez - los instrumentos se clasifican en dos grandes categorías; - las que contienen una cláusula de liquidez inmediata y las - que carecen de ella; en el primer caso se encuentran los depósitos en cuenta corriente en bancos comerciales.

En México, casi todos los instrumentos gozan de un grado de liquidez bastante alto, con el fin de ajustarse a - las preferencias de los prestamistas y poder movilizar fondos para financiar los gastos, tanto del sector público como

privado. La liquidez de estos instrumentos generalmente ha estado garantizada por el Banco Central y Nacional Financiera, con el objeto de mantener la confianza del público y para fomentar en cierta medida el mercado de dinero y capitales.

Esta marcada preferencia de liquidez por parte del público inversionista es reflejo, señala Leopoldo Solís, de que estos ahorros se suelen acumular en forma fácilmente disponible para el gasto" (17), además, esta preferencia de liquidez se agudiza en períodos de inflación, ya que los ahorradores reaccionan ante la perspectiva de una inflación continua, manteniendo los activos financieros a niveles mínimos y en las formas más líquidas, en un esfuerzo por proteger el valor real de su riqueza, contra la erosión causada por los aumentos de precio". (18)

Una elevada liquidez en los instrumentos afecta - las operaciones pasivas de los bancos al tener que canalizar estos recursos a corto plazo, este fenómeno se agudizó en México durante el período de 1930 a 1954, cuando fue evidente una inseguridad en el marco económico político.

(17) Brothers Dwight S. y Solís Leopoldo. Evolución Financiera de México. CEMLA. (México 1967). Pág. 49.

(18) Brothers Dwight S. y Solís Leopoldo. Op. cit. Pág. 51.

Por lo que se refiere al plazo, es importante recalcar, que mientras más largo es éste, más afecto está el - que presta a cambios en el valor de mercado del instrumento, originados principalmente por cambios en las tasas de interés; además, mientras más largo es el plazo, más difícil se hace al que presta el evaluar la capacidad de crédito del -- que lo recibe, aumentando el riesgo de insolvencia y más fácil se hace el perder una oportunidad de inversión más atractiva.

El riesgo varía de un receptor de créditos a otro. En general, los instrumentos de renta fija son los menos -- riesgosos, ya que reciben un interés específico a un determinado plazo, además de gozar de recompra. Los valores de renta variable implican mayor riesgo al depender su redituabilidad de los resultados del ejercicio contable de sus emisores.

Las diferencias en el riesgo se traducen en diferencias en la tasa de interés; a mayor, riesgo, mayor el interés necesario para atraer a los prestamistas.

C. INTERMEDIARIOS FINANCIEROS

En una economía moderna, no es el caso más frecuente el préstamo directo del propietario de dinero al usuario. Lo más general es el préstamo de las personas (físicas o morales) a una institución financiera, la que a su vez, presta el dinero a otra persona. En muchos casos estas personas -- pueden ser, otros intermediarios, pudiendo ser una cadena interminable.

Los intermediarios prestan el servicio de reunir - los recursos financieros de quien está dispuesto a prestar - con quien está necesitado de esos recursos. Además, entregan un servicio especializado a ambos y de hecho, mientras - más compleja es la economía, más necesarios y complejos se - hacen esos servicios.

Los intermediarios financieros se justifican por - las mismas razones que el de otros intermediarios, por ejemplo el comercio de bienes: a) minimizan el número de transacciones necesarias para juntar a todos los prestamistas con - todos los demandantes; b) permiten acumular recursos crediticios de diversos orígenes, disminuyendo los costos de manejo del crédito; c) otorgan las ventajas de la proximidad a los usuarios.

Algunos intermediarios son instituciones exclusivamente financieras, dedicadas solamente al negocio del crédito. Otros reciben dinero y prestan bienes reales.

En efecto, en una economía existen 2 tipos de intermediarios financieros, los que crean dinero y los que no lo crean, es decir, los intermediarios financieros monetarios y los intermediarios financieros no monetarios. En el sistema financiero mexicano existe una organización bancaria de tipo centralista y es el Banco de México quien desempeña el papel principal como rector de la política monetaria y como controlador de la oferta monetaria. Es emisor del dinero y por lo tanto un intermediario financiero monetario, pero, al considerarse a la banca como negocio y al saber de su capacidad de crear sus propias obligaciones, son los bancos de depósito los que destacan con esa cualidad de crear dinero.

Entre los intermediarios financieros no-monetarios destacan en primer lugar, las financieras, ya que su captación de fondos provenientes del público es mayor a la de -- cualquier otra institución bancaria. También son intermediarios financieros no monetarios los bancos de ahorro que no operan en forma aislada, sino que están constituidos como departamentos de otros bancos. Su captación de recursos es -- bastante aceptable con un grado de liquidez absoluto.

Los bancos hipotecarios también desempeñan una función relevante de otorgar crédito a largo plazo; captan sus recursos con bonos hipotecarios, cédulas hipotecarias y - otras operaciones pasivas; son bancos de suma importancia dentro del sistema financiero por su especialización en el crédito. Esto no acontece con los bancos capitalizadores, ya que la poca flexibilidad que tienen para adaptarse a las preferencias cambiantes del mercado, con un único instrumento de captación, el "título de capitalización", no se lo permite.

Las sociedades fiduciarias, al igual que los bancos de ahorro, funcionan como departamentos y su fin es captar recursos mediante fideicomisos e invertirlos con la mayor eficiencia de acuerdo a lo indicado por el fideicomitente. En México, existen varios tipos de fideicomisos entre los que se encuentra el fideicomiso de inversión, de administración y de garantía. Los más relevantes en el mercado financiero son los fideicomisos de inversión, ya que manejan - fondos líquidos que destinan a financiamientos indirectos.

Además de las instituciones bancarias mencionadas, existen otro tipo de instituciones no bancarias, pero que de alguna forma funcionan como intermediarios financieros no-mo

netarios, como es el Instituto Mexicano del Seguro Social y el Instituto de Seguridad y Servicios Sociales para los Trabajadores del Estado. En rigor estos intermediarios se pueden considerar como tal, porque transfieren fondos obtenidos simultáneamente de las empresas, gobierno y los trabajadores, según sea el caso, a la inversión para crear reserva para pensionados, jubilados, etc., o bien prestar dinero a sus propios asegurados. La función de prestaciones médicas y otros servicios sociales no son para considerarse desde el punto de vista estricto de la intermediación financiera, aunque no se desconoce su importancia.

Otros intermediarios que indudablemente son relevantes son las instituciones auxiliares de crédito y las compañías de fianzas, que aún cuando en su propia Ley se define como auxiliares de crédito, la mayoría de los autores las trata como instituciones fuera del marco bancario y ello se explica por sus funciones especializadas.

Las compañías de seguros, también son importantes intermediarios financieros no-monetarios, - no crean dinero y no bancarios, - no son bancos - que movilizan recursos financieros cuantiosos, provenientes de las primas cobradas y destinan a las reservas obligatorias y técnicas que les per-

mite cubrir los seguros que se reclamen. Por lo regular actúan en el mercado de valores y a largo plazo en valores seguros y de menor riesgo.

Las bolsas de valores y los agentes de bolsa son - otros intermediarios que no crean dinero ni son bancos. Sus funciones son múltiples y todas por lo regular ligadas a la compra-venta de valores, como se verá más adelante.

Intimamente ligadas con los anteriores intermediarios se encuentran las Sociedades de Inversión, cuya función es la venta de acciones representativas de su capital para - obtener fondos destinados a la adquisición de acciones o valores de renta fija, obtener resultados y distribuirlos entre sus accionistas.

Estos intermediarios permiten hacer referencia a - las funciones de los intermediarios que se consideran como - un puente entre él y la inversión y que por ser especializados disminuyen los riesgos y maximizan la inversión.

La estructura financiera cada vez resulta más compleja y así se encuentran designaciones como "bancos de segundo piso", que anteriormente se refería a los fideicomisos que no operaban con el público y aún cuando todavía existen

varios (FOMIN, FOGAIN), otros ya lo hacen.

Por otro lado, ya terminado este trabajo, se conocieron las reglas de como debe operar la "Banca Múltiple" que tiende a concentrar a los bancos en grupos de funciones, porque de recursos ya existía. La tendencia a la competencia - monopolística es clara.

Para terminar, creo que resulta de interés señalar que solamente cuando se conjugan los intermediarios con los instrumentos financieros que utilizan en sus operaciones se tiene una idea clara de la estructura financiera y que en -- tanto los instrumentos no se diversifiquen, lo que sería - igual a modificar las funciones de los intermediarios, no es posible que cumplan con su cometido plenamente y coadyuven - al desarrollo económico.

Los intermediarios financieros son:

- 1° Instituciones Financieras Bancarias
- 2° Instituciones Financieras no-bancarias

Las Instituciones Financieras Bancarias son:

- 1° Banco de México
- 2° Bancos Nacionales (Públicos)

- 3° Bancos Mixtos
- 4° Bancos Privados
 - a) Depósito
 - b) Ahorro
 - c) Financieras
 - d) Hipotecarias
 - e) Capitalización
 - f) Fideicomiso
- 5° Auxiliares de Crédito
 - a) Almacenes de Depósito
 - b) Uniones de Crédito
 - c) Compañías de Fianzas **

Las Instituciones Financieras no-bancarias son:

- 1° Compañías de Seguros
- 2° Bolsas de Valores
- 3° Sociedades de Inversión
- 4° Casas de Bolsa

(**) Ley propia.

4.- EL AHORRO Y EL MERCADO DE CAPITAL

El ahorro en términos generales se considera como el hecho de no gastar todo o parte del ingreso en bienes de consumo o servicios *. Así, ahorrar es el abstenerse a consumir, es decir, el liberar recursos del consumo para emplearse en la formación de capital. Su volumen dependerá del nivel de ingreso, ya que se ahorrará solo lo que no se consume y por lo tanto es un factor evidentemente necesario en el proceso de inversión.

La generación de ahorro, producirá consecuentemente una disminución en la cantidad demandada de bienes, y ésta sólo se verá compensada por un aumento en el gasto de otro sector - inversión - que es la contrapartida del ahorro.

El ahorro y la inversión son de suprema importancia en la vida económica, en rigor, el progreso económico y la estabilidad dependen de la preferencia a ahorrar para invertir un volumen apropiado.

(*) A la compra de seguros, acciones, bonos y valores similares, se le considera una forma de ahorro, aún cuando se efectúe un gasto en la adquisición de éstos, pues lo que se está adquiriendo son disponibilidades.

El definir anteriormente al ahorro como la parte - del ingreso que no se consume, no significa necesariamente - que se desee acumular efectivo, sino que se dedicará a la adquisición de instrumentos financieros de varios tipos, como pueden ser, cuentas de ahorro, pago sobre hipotecas, etc.; sin embargo, algunas personas podrían dedicarlo a la adquisición de bienes de capital en vez de activos financieros, aún cuando como es lógico suponer, en la vida moderna unos son - los que ahorran y otros los que invierten.

En realidad como lo dice Tamagna, el ahorro "puede expresarse, en forma abstracta, como diferencia conceptual - que hay entre el ingreso y los gastos, o en términos concre- tos, como una adición de activos tangibles a la riqueza na- cional" (19).

Para un período de tiempo determinado, el ahorro - debe ser igual al incremento neto en el valor de todos los - activos reales y financieros que se posean.

En una forma bastante clara, lo anterior lo expli- ca Tamagna, relacionando los efectos del ahorro en los secto

(19) Tamagna Frank M. Fomento del Ahorro y Desarrollo Econó- mico Técnicas Financieras. Año III núm. 2 Pág. 151 - CEMLA. (México 1963).

res que intervienen en el proceso cuando dice que "en su forma más sencilla, una presentación cuantitativa del ahorro nos puede indicar los aumentos experimentados por la riqueza nacional en forma de construcciones públicas, viviendas, plantas y equipos industriales, existencias y bienes duraderos, junto con los cambios registrados en el activo y en el pasivo financieros por clases, tales como monedas, depósitos y otras cuentas, valores públicos y privados, fondos de seguros y grupos de tenedores o de instituciones. Tal manera de enfocar el problema servirá para comparar los distintos grupos y sectores, investigando el movimiento de fondos entre quienes proporcionan el ahorro (individuos), quienes lo invierten (empresas y gobiernos) y otros más, que desempeñan simplemente la función de intermediarios (Instituciones Financieras) " (20).

Es interesante observar la relación entre el ahorro y el proceso de inversión en el sistema financiero. Es posible, por supuesto, tomar una suma de dinero del ingreso que no se consumió, ésto es, una determinada suma ahorrada y en forma directa adquirir activos de capital, es decir, invertirla. Pero este canal directo de ahorro-inversión es,

(20) Tamagna Frank M. Op. cit. Pág. 152 y 153.

en la mayoría de las veces excepcional; como es el caso del sector empresarial, ya que, el grueso del ahorro que proviene de la reserva de depreciación y de las utilidades retenidas se canaliza directamente a la obtención de bienes de capital, es decir, recurre al autofinanciamiento.

Ahora bien, el sistema financiero entra en escena en este proceso, ya que la mayoría de la gente decide ahorrar en activos financieros en lugar de adquirir bienes de capital, ya que, como se dijo, generalmente las personas que llevan a cabo el ahorro no son las mismas que lo invierten, de ahí la necesidad de contar con un sistema adecuado que permita que el ahorro pueda ser transferido a poder de quienes están en situación de emplear factores, con el fin de crear capital. Para captar los fondos de este sector los intermediarios financieros ofrecen diferentes títulos valores u otros activos financieros. Así, las instituciones contarán con fondos disponibles para quien decida invertir en bienes de capital; es decir, que actúan como "mediadores", en el mecanismo de ahorro-inversión.

Evaluar el volumen de ahorro siempre resulta difícil por los conceptos que comprende y cuya recopilación e in

terpretación no se ha resuelto totalmente; sin embargo, se han llevado a cabo estudios en varios países de Latinoamérica con el propósito de evaluar la actitud de las personas hacia el ahorro, llegándose a conclusiones interesantes que -- pueden aplicarse a la realidad mexicana como son: a nivel general, se tiene una imagen positiva del ahorro en el plano abstracto. Sin embargo, el ahorro financiero, no es algo -- que sea deseado por las personas, por lo tanto, este tipo de ahorro, suele ocupar los últimos lugares en las formas preferidas de utilizar los recursos disponibles. Además, para -- los grupos de bajos ingresos son la seguridad y la liquidez y como último punto la rentabilidad. En todos los niveles, el ahorro constituye una reserva para hacer frente a eventualidades.

En rigor, existen diferentes formas de colocación del ahorro, dependiendo del estrato socioeconómico de los -- ahorradores. El prototipo de instrumento de ahorro, para el pequeño ahorrador en México, es el depósito en cuenta de ahorro, y el bono del ahorro nacional, emitido por una institución para-estatal-el Patronato del Ahorro Nacional -. Los títulos de capitalización tuvieron un éxito relativo en este grupo de la población.

Por lo que toca a los ahorradores medianos y grandes existe una racionalidad mayor que en los pequeños y el factor rendimiento adquiere mucha mayor relevancia.

En nuestro país se cuenta con varias series de ahorro elaboradas por investigadores privados y por instituciones, pero las cifras presentan deficiencias en su continuidad que no permiten hacer comparaciones en el tiempo, ya que unas permanentemente se encuentran en revisión y otras investigaciones ya se abandonaron. Las elaboradas por el Banco de México son las más comunes y que corresponden a las "Cuentas Nacionales y Acervo de Capital, consolidados y por tipo de actividad económica". Solamente se encuentran disponibles hasta 1973 y los últimos seis años son cifras provisionales.

Las cifras de ahorro como porcentaje del producto nacional de 1950 a 1960, representaron alrededor del 13.0 % correspondiendo en 1960 el 12.7 % equivalente a 19,098.0 millones de pesos. Para 1965 la proporción ascendió al 13.8 % y en 1970 llegó al 16.3 %.

La tasa de crecimiento anual del ahorro se ha mostrado siempre cambiante, dificultando con ello los cálculos

para determinar cifras futuras. Usando las técnicas más comunes se determinaron las cifras de 1968 a 1973, observándose que la proporción del ahorro a producto interno para el último año presentó tan solo el 17.0 %.

Si las proporciones anteriores se comparan con las de inversión bruta a producto bruto que se obtienen de cifras oficiales, se observa que por ejemplo para 1973, fue de 19.2% que para 1965 fue de 17.5 % y en 1960 de 16.9 %, deduciéndose que las cifras de ahorro son válidas para aproximarse a la capacidad actual de ahorro.

Sin embargo, debe considerarse que dicha capacidad no representa ni siquiera 1/5 de la producción anual, debiendo procurarse su incremento, a fin de sostener un ritmo de crecimiento satisfactorio. (Ver cuadro 1).

Aceptando que la función del mercado de capitales es la de captar y canalizar el ahorro hacia la inversión reproductiva, es necesario contar con una estructura bien delimitada para que la sociedad pueda contar con un flujo constante de recursos financieros que permitan el financiamiento de nuevas inversiones, con el fin de aumentar su riqueza real y

a la vez acelerar el crecimiento económico. Además, debe existir una coordinación apropiada entre dicho mercado y el sistema financiero nacional, garantizándose así, la mayor eficiencia en el proceso de captación de ahorros. Es decir, se debe estimular la oferta y demanda de títulos valores y establecer adecuados instrumentos y canales de intermediación para consolidar el mercado de capitales, ya que de esta manera se tiende a la racionalización en el uso de fondos que de otra manera se mantendrían como activos ociosos.

En los países en vías de desarrollo el ahorro de las personas representa una proporción mucho menor al generado por los otros sectores; es aquí, donde los intermediarios financieros intervienen, jugando un papel importante al atraer los ahorros del público y encauzarlos hacia aquellos sectores de la economía, donde pueden ser más productivos, ya que los principales destinos que les dan dichas personas son generalmente para construir pequeñas factorías de tipo familiar muy cerrado o para uso personal, causando así, una estructura raquítica por falta de recursos.

En lo que toca al ahorro obligatorio es probado que la aportación que hacen estos sistemas al ahorro y más aún el que podrían hacer en un futuro es muy incierto.

Estimular el ahorro es fundamental en cualquier economía y si se considera como un objetivo de política económica, debe tener presente la relación existente entre la tasa de formación del ahorro y su "encauzamiento hacia diversos usos y aplicaciones y la existencia de una estructura financiera, cuyo fin consiste en concentrar los ahorros de la comunidad para irlos utilizando, de acuerdo con las necesidades del desarrollo de una economía moderna" (21).

(21) Tamagna Frank M. Op. cit. Pag. 152

5.- OBSTACULOS AL DESARROLLO DEL MERCADO DE CAPITALES EN LOS PAISES INSUFICIENTEMENTE DESARROLLADOS.

Entre las principales causas que han frenado el desarrollo del mercado en los países insuficientemente desarrollados se cuenta en primer lugar el bajo nivel de ingreso y la mala distribución del mismo. Esto afecta otros sectores y en conjunto al propio proceso de desarrollo. Los altos ingresos en un sector privilegiado de la sociedad, además de los tradicionales hábitos de inversión, son la causa de que se destinen grandes cantidades de recursos financieros a bienes superfluos, a bienes raíces o a la inversión en el extranjero. En otras palabras, el excedente económico se canaliza hacia activos de diversas clases que no se agregan a la riqueza de la sociedad, sino que toma cuerpo como consumo excesivo de la sociedad.

En rigor, en México el destino del excedente va fundamentalmente a la adquisición de terrenos por la falacia de obtener un mayor rendimiento, lo cual, de acuerdo a una investigación realizada recientemente (22), no es verdad ya que concluye que la tasa de rendimiento de terrenos es menor - -

(22) Ortiz Monasterio Felipe, Caín Marcos y Pliego José.
El Mercado de Capitales: análisis de dos activos para México;
Revista del Instituto Tecnológico Autónomo de México. No. 8 (México 1976) Pág. 5.

que la de los bonos hipotecarios. Para el efecto, tomaron en cuenta dos supuestos básicos, primero, que los terrenos se enajenarían en un período de tiempo dado, con el fin de obtener el rendimiento neto, tomando en cuenta todos los gastos implícitos en la operación como impuestos traslativos de dominio predial, del timbre, gastos de inscripción en el Registro Público de la Propiedad, etc., el segundo se basó en que no se enajenarían los terrenos, durante todo el período considerado en el estudio, con el fin de indagar cuál sería el máximo rendimiento posible al causar solamente el impuesto predial. El resultado en ambos casos, se inclinó hacia los bonos hipotecarios al demostrar que la tasa de rendimiento de terrenos fue menor que la de los bonos.

Es obstáculo para el Mercado de Capitales el que predominen las sociedades constituidas por grupos familiares o cerradas que se rehusan a vender sus acciones al público afectando en forma decisiva el desarrollo del mercado. Esto significa que no existe una oferta consistente de acciones que permitan la participación en la propiedad y ganancias de la empresa.

No existe tampoco diversificación en los instrumentos de captación de recursos que respondan a las diferentes

modalidades de ahorro, a objeto de permitir una afluencia mayor de inversionistas, ensanchando de esta manera el mercado.

Se carece de campañas educativas, cuyo fin sea el mejorar el conocimiento de la población, respecto de los mecanismos financieros existentes. Las promociones que se lograrían al destinar recursos al sistema bancario son amañadas y crean desconfianza e incertidumbre; por parte de las instituciones financieras no bancarias la promoción es mínima y se concreta a los grupos ya participantes y no a los potenciales.

La especulación es evidente y si bien es inherente a los negocios capitalistas, se llega al abuso y se practica en forma desmedida con funestas consecuencias que obligan a la quiebra, motiva fraudes y termina con la confianza.

Este factor psicológico es de lo más relevante y -- puede considerarse como el determinante en la inversión financiera. Sin embargo, no son pocos los casos de fraudes y malos manejos que lo han deteriorado y en consecuencia la -- cantidad de ahorro que actualmente fluye al mercado de capitales es exíguo.

El desconocimiento de las funciones del sistema financiero, de sus interrelaciones y del apoyo del Banco Central, así como especulación al descubierto y pérdida absoluta en la confianza quedó de manifiesto cuando "falsos rumores" señalaron que después de la "flotación del peso" se congelarían las cuentas bancarias. Se supo que funcionarios de alto nivel de uno de los grupos bancarios más renombrados - fueron los primeros en retirar su dinero, cundiendo la alarma en el personal que hizo lo mismo. Esto demuestra desconocimiento, falta de profesionalismo e incapacidad del manejo financiero y ello también es válido para la Bolsa de Valores, donde se especuló a más no poder, se violaron disposiciones éticas y estatutarias que dejaron a los inversionistas con acciones sobrevaluadas, lo que seguramente ocasiona fuertes pérdidas.

Es conveniente para terminar, señalar que la incertidumbre creada por la inflación y por lo tanto de la pérdida permanente del poder adquisitivo de la moneda es otro de los obstáculos para desarrollar el mercado de capitales.

Capítulo II

EL MERCADO DE DINERO Y CAPITALES

1.- CARACTERÍSTICAS GENERALES

Sectorizando a los participantes en el mercado, se pueden observar con mayor claridad sus características particulares y generales. Para ésto se consideran algunos señalamientos anteriores y se adicionan otros, que posteriormente se analizarán con más detalle.

En realidad el sistema bancario por la naturaleza de sus funciones es el que más destaca, porque de una u otra manera le corresponde movilizar los recursos financieros, pero ello no limita la importancia de otros sectores participantes, tanto del lado de la demanda como de la oferta de -- ahorros.

Por su origen y como demandantes se observan los siguientes sectores:

- a) Sistema bancario b) Sector gubernamental
c) Sector empresas y d) Particulares

Propiamente el sistema bancario mexicano empieza a formarse a partir de 1864 (1), no obstante que en años anteriores, ya se habían establecido otras instituciones y se formularon proyectos para la instalación de otras; las instituciones creadas hasta entonces, no lograron mantener su posición, a excepción del Monte de Piedad, (que desde 1849 recibía depósitos en una caja de ahorros), debido a una desarticulación del propio sistema e inestabilidad de la economía nacional.

Para 1884, a raíz de dificultades suscitadas en el sistema bancario, las autoridades adoptaron una legislación general sobre la materia. Las disposiciones señaladas en este documento (2), no fueron fructíferas del todo, pero se lo

(1) En este año se estableció el Banco de Londres, Mexico y Sudamérica, primer banco privado con capital inglés; más tarde se hizo mexicano y en la actualidad bajo la denominación de Banco de Londres y México, es una de las principales instituciones financieras. A partir de esta fecha se empezaron a otorgar concesiones a otros bancos, cuyo capital era generalmente de origen extranjero, que con el tiempo se nacionalizó.

(2) Entre las disposiciones más importantes, se encuentra la autorización que hizo el gobierno al Banco Nacional de México de que actuase como banco único de emisión. Se dispuso además, que todo banco que quisiese operar debería tener un capital suscrito y exhibido mínimo. Se les prohibía a los bancos extranjeros e hipotecarios emitir billetes. La emisión daba lugar a un impuesto del 5 %.

gró, que durante algunos años más el sistema financiero funcionara con cierta eficiencia.

Por lo anteriormente expuesto se aprecia que hasta esta fecha no se contaba con un mercado financiero estructurado y el flujo de capital requerido en esa época fue en un elevado porcentaje de origen extranjero. Consecuentemente, el llevar a cabo la formulación de una ley general sobre la materia era imprescindible, promulgándose en 1897 la Ley General de Instituciones de Crédito.

Esta ley disponía entre otras cosas el capital mínimo que se requería para establecer un banco de emisión, hipotecario o refaccionario, señalando el porcentaje que tendría que ser exhibido; indicaba además, que los billetes tendrían curso voluntario; también contenía preceptos sobre vigilancia, balances, constitución de reservas (3).

La revolución de 1910 en su etapa violenta destruyó la estructura bancaria imperante hasta entonces. Así, el sistema financiero actual surge a partir del establecimiento del Banco de México en 1925, a pesar de que sus funciones como banco central las ejerció hasta después, cuando en 1932,

(3) Por una ley complementaria, en 1900 se instituyeron los Almacenes Generales de Depósito.

hubo una reforma a la ley bancaria, la que se considera como punto de partida para el desarrollo del mismo.

En la actualidad, de acuerdo a lo señalado en el capítulo anterior, el sistema financiero está constituido -- por dos sectores, el oficial y el privado; al oficial pertenecen las instituciones nacionales de crédito y en el privado se encuentran seis tipos de instituciones y tres organismos auxiliares de crédito.

Los recursos que capta la banca oficial, generalmente son destinados al fomento de actividades consideradas básicas para el desarrollo de la economía nacional, al igual que para obras de infraestructura. El sector privado encauza sus recursos a la promoción de empresas, créditos de corto plazo para el capital de trabajo y al financiamiento de mediano y largo plazo,

Cumpliendo con una de sus funciones , el Banco Central adquiere la Deuda Pública Interna Titulada emitida por el Gobierno Federal, la que en parte coloca entre los bancos asociados a través del encaje legal. El monto de esta Deuda Interna es de una magnitud importante y en los últimos años se ha incrementado sustancialmente.

Por lo regular, el producto de la Deuda Pública Ti tulada, se destina al financiamiento del gasto público y para el pago de intereses o principal de deudas anteriores. Al parecer en los últimos años el destino de las deudas contra das se utilizaron en refinanciamiento y canje de la deuda y no a inversiones específicas o al gasto corriente.

Además el Gobierno Federal dispone de otras fuentes de financiamiento, fundamentalmente de créditos del sistema bancario y del exterior. En los mercados internacionales se han colocado valores por montos importantes que conjuntamente con los créditos constituyen importantes fuentes de financiamiento.

Los Estados y Municipios hasta hace poco tiempo emi tieron valores para financiar proyectos específicos de urbani zación fundamentalmente, pero la carencia de recursos y el largo plazo para amortizarlos fueron factores limitantes de su emisión. A la fecha el Estado de Jalisco tiene valores en circulación, pero sus servicios de intereses y amortización han pasado al Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos.

Los créditos bancarios son importantes fuentes de financiamiento de los Estados y Municipios como también lo es

el pagaré que se ha utilizado para hacer liquidaciones a contratistas, los que posteriormente se negociaban en el mercado. A este respecto cabe apuntar que la Ley del Mercado de Valores faculta a la Comisión Nacional de Valores para autorizar y vigilar su oferta pública, lo que antes de 1975 no acontecía; ésto también es válido para los emitidos por las empresas.

En efecto, el artículo 3º de la Ley del Mercado de Valores, señala que "El régimen que establece la presente ley para los valores, también será aplicable a los documentos - respecto a los cuales se realice oferta pública, que otorguen a sus titulares derechos de crédito, de propiedad o de participación en el capital de personas morales."

Las empresas tradicionalmente demandan y ofrecen recursos al mercado, tanto de dinero como de capitales. En el sistema capitalista son el núcleo de la actividad, y el sector más destacado por el monto de recursos monetarios que maneja; el propio sector da lugar al sistema financiero y en una etapa superior se confunde su importancia, ya que son interdependientes.

La empresa en la actualidad cualquiera que sea su magnitud, propiedad y clasificación, requiere de recursos ajenos para su financiamiento y así recurre desde el proveedor a la banca y hasta al crédito colectivo, y son tan varias las formas de obtenerlo que al parecer están hechos ad hoc.

La compra-venta de productos entre las empresas, es decir de insumo o bienes finales, dá lugar a operaciones financieras entre las empresas y a pesar de que estas transacciones comprenden al mercado financiero no se consideran porque las instituciones financieras están ausentes, además de que no se computan, quiero decir que no son operaciones institucionales. Sin embargo, pocos serán los documentos de las empresas que no se concentren en el sistema bancario.

Por el lado de los particulares la situación es semejante. Los individuos como tales pueden realizar un sin número de transacciones financieras y cuentan con instrumentos que le son propios, como las cédulas hipotecarias, las tarjetas de crédito o el crédito al consumo.. Su importancia como oferentes de fondos es obvia.

En efecto, las grandes tiendas departamentales cuentan con un gran número de cuenta-habientes, que trabajan a base de crédito comercial, ya sea a 30, 60 ó 90 días y cuentas especiales que se tratan con un plazo e interés distintos.

Para terminar es conveniente señalar que con el afán de promover el mercado financiero y captar el ahorro del público se han ideado los mecanismos más especiales, algunos demasiado sofisticados y con ventajas aleatorias como la cuenta de ahorros con seguro de vida, el Banco del Ahorro Nacional, también proporciona seguro, etc. La característica general hasta la fecha (como se ha mencionado anteriormente) y desde el punto de vista institucional, es la seguridad y por otro lado la liquidez.

A continuación se hace referencia a los instrumentos más relevantes en el mercado nacional.

2.- INSTRUMENTOS DE CAPTACION Y CANALIZACION DE AHORRO

La captación de ahorro en forma institucional se concentra en diferentes títulos valores y en otros instrumentos bancarios (operaciones pasivas), pero existen otros más como son las letras de cambio, los pagarés, etc.), que a pesar de absorber volúmenes significativos de ahorro no revisitan la importancia de los primeros.

Por lo anterior podría pensarse que existe una gama de instrumentos financieros muy amplia, que permite captar desde los pequeños ahorros, por ejemplo de tipo escolar, hasta aquellos generados en grupos de altos niveles de ingresos; pero en la práctica, ello no es así porque la propia variedad de instrumentos ha motivado la desaparición de algunos y que otros no cumplan su función ampliamente. Esto también se atribuye a la concentración de recursos en grupos financiero-industriales por un lado, y por otro, a la no valoración del significado de dichos instrumentos en el actual orden de cosas económico-financieras.

A continuación se presentan algunas características de los instrumentos más usuales en el mercado financiero nacional.

ACCIONES

Son papeles emitidos por las sociedades anónimas; pueden ser nominativas o al portador; su rendimiento es variable y representan una parte alícuota del capital social. La expresión del rendimiento que otorgan son los dividendos que son gravables, fluctuando el impuesto entre el 16.0 % y 22.0 %, según sean, nominativas o al portador respectivamente.

Se pueden considerar como valores primarios que facilitan la conversión del ahorro en inversión.

OBLIGACIONES

Son títulos que emiten las empresas mercantiles - constituidas en sociedades anónimas; son nominativas o al portador; el plazo varía entre 8 y 20 años; su rendimiento es fijo, existiendo emisiones actualmente que reditúan el -- 9.10 y 11.00 por ciento anual, sujeto a impuesto; generalmente, el pago del interés por lo regular es semestral. Gozan de una amplia garantía y seguridad. Su liquidez que era absoluta se ha deteriorado a partir de hace 3 ó 4 años, al quedar en desventaja con los valores bancarios que para poder -

competir con las tasas de interés externas fueron compensadas con sobretasas. A últimas fechas se han elaborado algunos criterios adecuados que fomentarán su emisión. Su producto se destina a inversiones.

CEDULAS HIPOTECARIAS

Son emitidas por particulares con la intervención de una sociedad de crédito hipotecario; nominativas y al portador, hasta por un plazo de 20 años, su rendimiento fijo al 8.0 % anual pagadero trimestralmente sujeto a impuesto del 15.0 % ó 21.0 %, pagan una sobretasa, exenta del impuesto. La liquidez de las cédulas está respaldada por la recompra a la vista y a la par.

BONOS HIPOTECARIOS

Son emitidos por sociedades de crédito hipotecario nominativas o al portador, con un plazo máximo de 20 años y amortizables por medio de sorteos semestrales. Su rendimiento es pagadero trimestralmente, sujeto a impuesto del 15.0 % ó 21.0 %; pagan una sobretasa exenta del impuesto. Su liquidez está respaldada por la recompra a la vista y a la par.

BONOS HIPOTECARIOS ESPECIALES

Son emitidos por sociedades de crédito hipotecario nominativas o al portador, a un plazo máximo de 5 años amortizable en un solo pago o por sorteos semestrales. Su rendimiento es fijo al 10.0 % anual, pagadero mensualmente sujeto a impuestos; pagan una sobretasa exenta del impuesto.

BONOS FINANCIEROS

Son emitidos por sociedades financieras, nominativos o al portador, a 10 años de plazo y amortizables en un solo pago o por sorteos semestrales o anuales. Su rendimiento es fijo al 9.0 % anual, pagadero trimestralmente, sujeto a un impuesto del 15.0 % ó 21.0 %; pagan una sobretasa, exenta del impuesto.

En depósitos de bonos financieros a 6 meses con pago mensual de intereses y un mínimo de 1/4 de millón de pesos, con rendimiento fijo del 9.0 %.

CERTIFICADOS FINANCIEROS

Son emitidos por las sociedades financieras, generalmente se expiden en forma nominativa con rendimiento fijo,

pero en función del tiempo de su vencimiento. Actualmente se encuentra limitada su emisión a más de 5 años y circulan emisiones anteriores al 18 de julio de 1973, con plazo de 2 a 5 años y tasas brutas de 9.625, 9.750, 9.875, 10 %. No gozan de sobretasa.

CERTIFICADOS DE PARTICIPACION

Los emiten sociedades fiduciarias y representan una parte alícuota de los beneficios, derechos y bienes de cualquier clase que tenga el emisor en fideicomiso revocable. Pueden ser ordinarios e inmobiliarios, nominativos y al portador. El interés que reditúan puede ser fijo o variable, de acuerdo a las condiciones que se estipulen en el contrato respectivo.

BONOS DEL AHORRO NACIONAL

Los emite el Patronato del Ahorro Nacional, son nominativos o al portador; su rendimiento es de 7.1763 % anual, capitalizable trimestralmente, por lo que duplican su valor a 10 años; pero se recompran a su valor capitalizado y libre de impuesto.

CERTIFICADOS DE PARTICIPACION INMOBILIARIA

Los emite el Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos, con derecho a una parte alícuota de las utilidades, beneficios o derechos que tenga en fideicomiso irrevocable el emisor; pueden ser nominativos o al portador y gozan de la recompra. El interés que reditúan puede ser fijo o variable, de acuerdo a las condiciones que se estipulen en el contrato respectivo.

Se ha observado que en la práctica se consideran títulos de renta fija con rendimiento del 9.0 % anual, pagadero trimestralmente.

BONOS HIPOTECARIOS

Las emisiones de bonos hipotecarios que se llevan a efecto en el Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos se diferencian del resto de los bonos de este tipo, por la tasa de interés que pagan. En la actualidad las emisiones son del 5.0, 7.0 y 8.0 % anual. Se gravan las tasas señaladas por la Ley del Impuesto sobre la Renta; los del 5.0 y 7.0 están exentos del gravamen y los del 8.0 % si se gravan.

CERTIFICADOS DE INVERSION

Los emite el Banco Nacional de Obras y Servicios - Públicos, de acuerdo con la Ley Orgánica que lo rige. Pueden ser nominativos o al portador, con un rendimiento bruto del 9.0 % más una sobre tasa exenta de impuesto, pagadero bimensualmente y su plazo es de 10 años.

Nacional Financiera emite una serie de instrumentos de captación para el mercado nacional, entre los que se encuentran:

TITULOS FINANCIEROS:

Se emiten conforme a la Ley Orgánica de la institución; son nominativos o al portador a un plazo de 5 a 10 - años amortizables mediante sorteos anuales, semestrales o - en un solo pago. Su rendimiento es fijo al 9.0 % más una sobre tasa exenta del impuesto, es pagadero mensual o trimestralmente; la última emisión fue por 1,000 millones de pesos a un plazo de 5 años. Su liquidez está respaldada por la recompra.

CERTIFICADOS DE PARTICIPACION

Se emiten de acuerdo a la Ley de la institución. Existen en circulación varias series del 5.0 % y 8.0 % con un plazo para amortización indefinido. La última emisión se flotó en marzo de 1976 al 8.0 % a plazo indefinido por 1,000 millones de pesos. Además, un fideicomiso con esta institución (FONATUR) hizo una emisión por 350.0 millones de pesos a una tasa del 14 % a un plazo de 8 años. No se compensan con sobretasas y están exentos de gravámenes. En rigor son títulos destinados a inversiones institucionales.

BONOS FINANCIEROS

Su emisión es acorde a la Ley Orgánica de Nacional Financiera y sus características son semejantes a las de los certificados financieros, es decir, que se expiden en forma nominativa con rendimiento fijo, pero en función del tiempo de vencimiento. Se gravan en 15.0 % y 21.0 % y no gozan de sobretasas.

Otros instrumentos que ha emitido la institución son: certificados de co-propiedad industrial y obligaciones.

Como se mencionó al iniciar el presente apartado, el sistema financiero cuenta además con otros instrumentos - captadores de ahorro que se operan en el mercado de dinero entre los que destacan el pagaré y la letra de cambio. También se consideran como fuente de recursos financieros las - cuentas de cheques, los depósitos bancarios, los contratos - de mutuo con intereses y los recién creados certificados de depósito.

Los más significativos por el monto de recursos - captados son: el pagaré, los certificados de depósito y el mutuo con intereses. Los dos primeros instrumentos, a partir del día 10 de agosto de 1976 por disposición del Banco de México aplicarán nuevas tasas de interés, siempre y cuando, en ambos casos, se trate de nuevas inversiones y en moneda nacional, como a continuación se menciona.

PAGARE DE FINANCIERAS

Todos aquellos menores al millón de pesos pagan - una tasa neta, tratándose de personas físicas de 11.25 % para personas morales el rendimiento bruto es de 11.00%. Cuando dichos pagarés son por un millón o más, los rendimientos alcanzados son de 12.75 % y 12.00 % para personas físicas y morales respectivamente. El pago de intereses es mensual y

las personas morales no tienen derecho a participar del beneficio de la sobretasa.

CERTIFICADOS DE DEPOSITO

Son depósitos cuya tasa de rendimiento varía en -- función del monto y tiempo del depósito; a 3 meses cuyo monto fluctúa entre \$100,000.00 a menos de un millón, reditúan un interés del 8.5 % y 9.0 % según la tasa de impuesto que se elija (alta o baja); por más de un millón de pesos; y a 6 meses el rendimiento neto es 10.25 % y 10.60 %; cuando la inversión es mayor al millón de pesos es de 12.0 % y 11.45 % - con tasa alta o baja de impuesto respectivamente.

Para las personas morales las tasas son de 9.25, - 10.50 y 11.25 gravándose a las tasas normales del 15.0 % y - 21.0 %.

MUTUO CON INTERESES

El mutuo es un contrato translativo de dominio, pero la propiedad se transmite por efecto del contrato, y puede ser mercantil o civil; será mercantil conforme el artículo 358 del Código de Comercio, ésto es cuando las cosas, objeto del contrato se destinen a actos de comercio o bien cuando los contratantes sean comerciantes.

El mutuo puede ser simple o con interés, según sea gratuito u oneroso. Se advierte que como interés máximo, - que puede pactarse en los contratos de mutuo es el 13.0 %. Además, a partir del 10 de agosto del presente año, el sistema bancario mexicano cuenta con nuevos instrumentos de captación de recursos del público.

Lo esencial, entre las medidas adoptadas, es el - ofrecer al inversionista la posibilidad de optar por extender el plazo de sus depósitos de 3 a 6 y a 12 meses y otros a plazo ampliable de 6 a 12 meses con rendimientos más elevados y bonificaciones especiales.

Una de las principales características de estos -- instrumentos es que al vencimiento de cualquiera de los plazos mencionados, menos el último, el ahorrador puede optar - por continuar con su inversión. En este caso, recibirá una tasa de interés superior en el período subsecuente y, además un diferencial por el lapso o los lapsos ya vencidos.

Estos nuevos instrumentos serán utilizados por las sociedades financieras y por las sociedades de crédito hipotecario.

Por lo anteriormente expuesto se observa, que los rendimientos netos de los diferentes instrumentos descritos presentan poca diferencia absoluta; de tal manera los rendimientos están en función del total de los montos invertidos y de la oportunidad de capitalizarlos.

Referente a la conservación del valor, ninguno tiene ventajas, ya que todos se ven afectados por el aumento en el nivel general de precios en el mercado de bienes y servicios. Esta pérdida de valor es irreversible, a menos que se registraran cotizaciones bajo par y las ganancias de capital fueran mayores que las tasas registradas por los aumentos de precio.



3.- EL CREDITO DEL SISTEMA BANCARIO

Z A R II

El estancamiento de la producción, la persistente inflación, el creciente desempleo y enormes déficits en la balanza de pagos, han caracterizado la economía en los últimos años, además de otras tantas situaciones adversas a nivel internacional. A pesar de ésto, la economía nacional logró - mantener su crecimiento a tasas satisfactorias pero menores a las obtenidas años atrás; así, el producto interno bruto a precios constantes aumentó en 1973 7.6%, en 1974 en 5.9 % y en 1975 la tasa fue de 4.3 %.

La política a seguir por las autoridades monetarias a raíz de la situación imperante y con el fin de controlar en cierta medida la inflación es el suministrar crédito hacia actividades de mayor prioridad y una mayor canalización de recursos al sector público, a la vez que dotar al sistema bancario de nuevos instrumentos de captación de ahorro.

En cuanto a los créditos con mayor significación - se encuentran: el Crédito Refaccionario que generalmente se otorga a los sectores relacionados con la producción (industria, agricultura, ganadería) y quedan garantizados sobre -- bienes muebles e inmuebles del deudor; su contratación es a

un plazo de tres, siete y 10 años, su tasa de interés es de 16 %, pero varía si se utilizan recursos de los Fondos de Garantía.

Créditos de Habilitación o Avio. Estos créditos principalmente se destinan a cubrir el "costo primo de fabricación", cuando se otorga al sector industrial; en la ganadería se dirige a la compra de ganado, forrajes, etc.; en la agricultura se aplica para la compra de semillas, fertilizantes, compra de refacciones y reparaciones de maquinaria agrícola. Se garantizan mediante hipotecas sobre inmuebles; el plazo de amortización es hasta de tres años; en realidad, éstos fluctúan entre trece y dieciocho meses; el tipo de interés varía de un 14 % a 16 %, reduciéndose cuando los bancos redescuentan con los Fondos de Garantía.

Crédito Hipotecario Industrial. Este tipo de crédito se canaliza hacia el fomento de actividades de la empresa y al pago o consolidación de pasivos; el plazo fluctúa entre cinco y diez años; la tasa de interés es del 16 % sobre saldos insolutos.

Por otra parte, desde 1974 las sociedades financieras y los bancos hipotecarios pudieron captar recursos a tra-

vés de los "certificados de depósito bancarios" con vencimiento de tres a seis meses y de doce a veinticuatro meses con tasas, de acuerdo al plazo y monto, a nivel competitivo internacional y transferibles excepto a instituciones de crédito.

Las medidas adoptadas de carácter monetario permitieron aumentar la captación de recursos por parte del sistema bancario e incrementar el crédito. El crédito a la industria creció en forma extraordinaria en los últimos años. Entre 1970 y 1974 el crédito bancario recibido por la industria aumentó a una tasa anual del 14 % y durante los tres primeros trimestres de 1975 el financiamiento creció en 26 %.

En rigor, los recursos financieros captados por el sistema bancario ascendieron al terminar 1975 a 487,669.6 millones de pesos, registrando un incremento con respecto a 1974 de 98,604.6 millones, es decir, el 25.3 % y al terminar el séptimo mes del año de 1976 se computaron recursos por 535,157.4 millones representando un incremento absoluto de 47,487.8 millones de pesos respecto al año anterior.

El financiamiento otorgado por el sistema bancario hasta el mes de julio de 1976, registró un saldo de 545,163.9

millones, cifra superior a la de diciembre de 1975, por - - 63,632.3 millones, cuando se registraron 481,531.6. De 1974 a 1975 el financiamiento se incrementó en 102,785.4 millones.

El Banco de México canalizó recursos adicionales al crédito en 1975 por 41,081.6 y en el periodo correspondiente a los primeros 8 meses de 1976 fue por 23,773.8 millones de pesos. Los otros bancos nacionales reportaron 35,782.8 en 1975 y 30,260.1 millones en el periodo señalado de 1976. A los bancos privados correspondieron las cifras de 25,831.0 y 15,977.4 respectivamente.

Por otra parte, destacan los recursos que se canalizan institucionalmente a la inversión en valores y por -- otra los recursos que captan los bancos a través de sus ope raciones pasivas. Por este último concepto los bancos nacionales y privados al terminar julio de 1976 mantenían una deuda de 146,892.3 millones de pesos; entre 1974 y 1975 la - deuda bancaria representada por valores de renta fija pasó de 102,912.3 millones a 133,903.4 millones de pesos, representando un incremento del 30.11 %. En cuanto a la inversión en valores de origen bancario, los bancos nacionales y privados (incluyendo al Banco de México), habían revertido al propio sistema, al adquirir valores de otras instituciones 10,362.4 millones en 1975 y para agosto de 1976 la cifra era de 8,261.5 millones de pesos.

Dentro del mercado de valores, el Gobierno Federal ocupa un lugar preponderante como demandante de recursos financieros como lo señala la cifra de la Deuda Interna Gubernamental Titulada en Valores de Renta Fija, la que en 1975 ascendía a 172,026.2 millones y en agosto de 1976 a 190,633.1 millones de pesos. Con excepción de 13,914.0 y 14,916.2 millones, que en 1975 y parte de 1976, poseían otros inversionistas, el resto se encontraba en poder del sistema bancario; - una mayor proporción en el Banco de México, que mantenía - - 125,904.1 millones en 1975 y 127,017.6 millones en 1976, los bancos privados registraban en su cartera 27,621.4 millones y 41,330.7 millones de pesos para los años indicados.

Los recursos que canalizan los bancos privados y nacionales a la inversión en acciones también es significativa, ya que para 1975 dicha inversión alcanzó la cifra de 14,077.5 millones.

Los bancos también canalizan recursos financieros hacia el sector de las empresas, las que concurren al mercado de valores, con la emisión de obligaciones, además de sus acciones. En el año de 1975 el saldo de la deuda de las empresas representada por obligaciones fue de 7,389.0 millones de pesos, cifra que se integraba por 2,872.2 millones de pe-

sos correspondientes a la deuda de empresas privadas y 4,516.8 millones de pesos de las empresas de participación estatal; - al terminar agosto de 1976 la deuda de las empresas privadas era de 2,984.6 millones de pesos y la de empresas de participación estatal 4,606.3 millones. El sistema bancario en 1975 tenía invertido en obligaciones 546.4 millones de pesos, cifra que para agosto de 1976 se incrementó en 125.3 millones al pasar a 671.7 millones de pesos.

Otros inversionistas institucionales que completan el cuadro del mercado de valores y que actúan en forma significativa con sus operaciones, lo son las compañías de seguros y las sociedades de inversión que canalizaron recursos hacia el mercado en 1975 alrededor de 8,048.2 millones de pesos. Dentro del sector público se localizan además importantes inversionistas como el Instituto Mexicano del Seguro Social y el Instituto de Seguridad y Servicios Sociales de los Trabajadores del Estado que cumplen una función económica al asignar recursos provenientes del ahorro de los trabajadores a la inversión en valores de renta fija.

El Patronato del Ahorro Nacional promueve el ahorro del pequeño y mediano inversionista colocando "Bonos del Ahorro Nacional", cuyo producto transfiere al Banco Central,

el que probablemente lo destina a la adquisición de valores industriales y gubernamentales, por lo regular de renta fija.

Capitulo III

EL MERCADO

DE VALORES

1.- LOS VALORES

Los títulos de crédito invariablemente representan deudas y la forma en que estas se convienen permite diferenciar entre un título de crédito y otro que adquiere la categoría de valor. Esta categoría también permite diferenciar el crédito entre dos entidades y el crédito colectivo; de ahí que su emisión sea en "serie o en masa" y numerada, lo cual facilita captar recursos de ahorradores dispersos y en cantidades diversas para hacer un gran monto que se utilice en forma más económica.

Los valores dan ciertos derechos a sus poseedores, los cuales deben estar impresos en los títulos denominándose les derechos de literalidad; además gozan de autonomía e incorporación, por lo que el artículo V de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito los considera cosas mercantiles. El valor de estos títulos puede ser: múltiplos o submúltiplos de cien.

Los valores se pueden clasificar atendiendo a su rendimiento, en dos clases: a) de renta fija y b) de renta variable. Los valores de renta fija representan un pasivo para las entidades que los emiten y un activo para las que los poseen. Los títulos de renta variable son parte del capital de las empresas o sociedades y su rendimiento fluctuará de acuerdo con las ganancias de los mismos. A los primeros pertenecen los bonos, obligaciones, cédulas, etc., a los segundos pertenecen las acciones.

A. VALORES DE RENTA FIJA

Respecto al origen de su emisión los títulos pueden ser públicos o privados, según quien se haga responsable del pago del principal y sus intereses; los públicos están encaminados a servir como fuente de recursos destinada generalmente a obras de infraestructura y como instrumento de política monetaria. Los privados tienen como fin primordial el financiamiento de las empresas y otros sectores económicos y como en el caso de las obligaciones y algunos bonos, también se utilizan para efectos de control monetario.

Otra clasificación que se usa en nuestro medio para distinguir los valores, en lo que se refiere a su proce-

dencia y que en realidad es menos formal. Así los valores - pueden ser: a) valores gubernamentales b) valores bancarios y c) valores industriales.

Esta clasificación se encuentra en las estadísticas del Banco de México, de la Comisión Nacional de Valores y de la Comisión Nacional Bancaria y de Seguros.

A fin de ser más explícitos conviene hacer las observaciones siguientes: El Banco Central en su memoria anual y en su revista mensual presenta en la "circulación de valores de renta fija", la siguiente clasificación. (cuadro II)

En una información más amplia y donde se contemplan además de los valores otros activos financieros el Instituto Central presente la clasificación siguiente. (cuadro III)

La clasificación de la Comisión Nacional de Valores difiere, aún cuando no en forma sustancial de la del Banco Central, porque solamente contempla el monto real de la deuda por emisor y origen, y considera en estricto sentido, a los títulos de crédito emitidos en serie o en masa; clasifica las obligaciones de acuerdo con el sector que las emite. (cuadro IV).

B. VALORES DE RENTA VARIABLE

Por lo que a las acciones se refiere no existe una clasificación precisa que no sea la legal, porque por lo regular, se clasifican de acuerdo con la actividad de las empresas. Las acciones desde el punto de vista legal son las siguientes: a) ordinarias o comunes; b) preferentes; c) nominativas; d) portador; e) pagaderas y f) liberadas. No obstante, existe una gama muy amplia de clasificaciones que van de lo escueto a lo sofisticado, se presenta la que señala - Joaquín R. Rodríguez, en su libro de Derecho Mercantil, por considerarse la más ilustrativa. (cuadro V)

Sería prolijo explicar todas las características de cada una de las acciones, pero sí debe distinguirse entre ellas, porque en un momento, a cada una corresponden diferentes derechos en cuanto a las obligaciones de la empresa. El derecho económico más significativo, por ejemplo, es el de la participación en las ganancias, y este difiere entre una acción ordinaria y una preferente.

La Ley para Regular la Inversión Extranjera y Promover la Inversión Mexicana obliga la capitalización de empresas con acciones nominativas, las que pueden ser preferenu

tes u ordinarias, aún cuando en el orden económico ésto es - relativamente importante, en cuanto a dividendos se refiere, no así por lo que toca a la participación del capital extranjero en la participación de las empresas.

Para efectos estadísticos, la Bolsa de Valores clasifica a las acciones por su emisor en dos rublos generales: a) "Acciones bancarias, fianzas, seguros y sociedades de inversión" y b) " Acciones Industriales, comerciales y de servicios". En información más precisa señala las acciones por tipo de banco y otros intermediarios financieros.

Acciones de :	Almacenadoras Bancos de Capitalización Bancos de Depósito Instituciones Fiduciarias Instituciones Hipotecarias Instituciones Financieras Instituciones Nals. de Crédito Sociedades de Inversión Instituciones de Seguros Instituciones de Fianzas
---------------	--

Las acciones de empresas no financieras las concentra como se indicó en temas anteriores en tres grandes sectores: Industrial, comercial y de servicios. Los registros estadísticos de la Comisión Nacional de Valores agregan las mineras y con propósitos de información financiera al de las -

empresas inscritas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, distingue diecisiete ramas de actividad económica.

En el mercado las transacciones se efectúan casi - en su totalidad con acciones ordinarias y en mínima proporción con preferentes, tanto nominativa como al portador. También se negocian "cupones" y "certificados provisionales" de las mismas acciones.

En este mercado la demanda la constituyen el gobierno, inversionistas institucionales, las empresas y particulares; la oferta también está dada por los mismos sectores mencionados. El exterior se considera también como una fuente importante de recursos.

2.- MERCADO PRIMARIO

En rigor poco se ha escrito sobre el mercado primario de valores. Para los valores de renta fija el mercado primario correspondería a las ventas (o compras) que se efectúan en el mostrador de las instituciones por primera vez, es decir cuando se colocan las emisiones. Para las obligaciones emitidas por las empresas en estricto sentido sería aquel en que se colocan en firme las emisiones, no cuando - los tomadores las venden.

Por el lado de las acciones la situación es total-mente distinta: al constituirse las sociedades de hecho es-tán actuando, con la suscripción del capital, en el mercado primario y lo mismo acontece con los aumentos de capital. En este orden se describe un mercado muy particular y difícil - de identificar, por ser privado y este supuesto no se dá en la teoría económica; en realidad no hay una sucesión de ofertas y demandas ni una serie de alternativas en los precios, por lo que las limitaciones son mayúsculas. Cuando las ofertas son pú**u**licas, por lo regular se usa un intermediario fi-nanciero o la bolsa misma aún cuando esto último no es lo común.

Este mercado generalmente se confunde con el llamado "Over-the-counter", pero la verdad es que en éste se operan valores de segunda mano, por lo que es mucho más amplio. En los Estados Unidos por ejemplo se indica que, para 1971, había "listadas" en la Bolsa de New York, 3,000 emisiones, - en tanto que en el "Over-the-counter" se cotizaron 30,000. Sin embargo, por analogía se puede entender el mercado primario como el "Over-the-counter" guardando las proporciones y así se hace.

Hablar de operaciones fuera de bolsa implica que - se está actuando en el "Over-the-counter" porque este mercado, cuando menos en Estados Unidos, está bastante organizado y en él actúan los propios agentes de la Bolsa. La diferencia fundamental es que la bolsa es un mercado de subastas o remates, en tanto que en el "Over-the-counter" no se presenta esta oportunidad, pero los vendedores y compradores están informados de los precios casi en forma instantánea por todos los medios y por un sistema automatizado de cotizaciones que reciben cerca de 9,000 asociados a la NASDAQ (National - Association of Securities Dealers Automated Quotations System). El "Over-the-counter" facilita "la distribución inicial de las nuevas emisiones incluyendo los bonos del gobiero

no, municipales de corporaciones, bonos extranjeros, acciones de bancos, seguros y sociedades de inversión" (1).

Los intermediarios en este mercado son los agentes que actúan por terceros, comprando y vendiendo (Broker) y lo que actúan comprando o vendiendo por su cuenta y riesgo (Dealer). Los dealer son la columna vertebral de el "Over-the-counter", mantienen la constancia privada y colectiva del mercado, lo desarrollan, fomentan la inversión y se especializan en los papeles más adecuados para sus clientes.

En el mercado nacional con su aparente y larga tradición las cosas son otras y poco se puede decir sobre la oportunidad del mercado primario.

Antes, es oportuno señalar que el mercado de valores es un concepto más amplio y que a la vez que incluye al mercado libre o primario también abarca al mercado en bolsa, pero no obstante su amplitud no es más que "aquella parte del mercado de capitales que comprende las operaciones que se realizan mediante la transacción de títulos valores" (2)

(1) Commodity Research Pub. C. UNDERSTANDING The Over the counter. Securities Market. New York 1971.

(2) Gutiérrez Sotelo Jorge. "Títulos Valores en México". Tesis 1963. Escuela Nacional de Economía. UNAM.

Es indudable que el mercado de valores primario - queda comprendido en la definición anterior, si se entiende como la colocación y distribución de los títulos nuevos, esto es, recién emitidos. El precio siempre se conoce como el de colocación en el mercado y es resultado de la oferta y demanda de los títulos para lo cual resalta la figura del intermediario o colocador que en última instancia es el responsable de la captación rápida de los recursos. Cuando las - emisiones son cuantiosas se forma un "sindicato" colocador, lo que trae ventajas por la rapidez con que se venden los títulos.

Hasta finales de 1974 el mercado libre operó en México sin mayor vigilancia, ya que no había organismo que se encargara de eso, y si existía alguna Ley o Reglamento no se utilizó. La Comisión Nacional Bancaria y de Seguros, solamente inspeccionaba y vigilaba en lo relativo a los valores de renta fija, emitidos por los propios bancos, pero cuando éstos hacían las veces de colocadores o "sindicatos" no se - encontró referencia. Por parte de la Comisión Nacional de - Valores, si bien se concedían autorizaciones para ofertas secundarias, nada se hacía para conocer las nuevas colocaciones, (en lo referente a colocación de obligaciones, la autorización de la emisión se concedía pero no se vigilaba el - mercado ni el destino de los fondos; la única forma de con-

tacto era a través de la permanente estadística que se exigía a los representantes comunes).

Para 1975 al expedirse la Ley del Mercado de Valores, que de hecho dá lugar a una nueva estructura y pone las bases de un moderno mercado de valores el legislador nada hizo para considerar el mercado libre o primario. El problema solamente se relacionó con la oferta pública, cuando cada -- año en promedio en los últimos cinco años, el valor de los capitales de las nuevas empresas constituidas como sociedades anónimas, en el Distrito Federal, asciende a 11,511.1 millones de pesos.

Frente a esta realidad poco se podrá hacer para desarrollar un mercado primario porque, por otro lado se sujeta a los bancos para que operen a través de una casa de bolsa , y de éstas no se tiene experiencia. Además no se delimitan los campos de acción entre la Comisión Nacional de Valores, por lo que a las acciones se refiere, y el de la Comisión Nacional Bancaria y de Seguros, por el papel bancario; la coordinación no existe y la intermediación concesionada por los dos organismos se complica cada vez más llegando ya a una situación crítica. Las instituciones de crédito en sus operaciones pasivas, cuentan con intermediarios o comisionis

tas que también son agentes de valores y al observarlos en su total magnitud, sus funciones se sobreponen y confunden. Para que se desarrolle un mercado de valores integral, se requiere un amplio y vigoroso mercado primario que sea la prueba de las acciones de crecimiento donde se puedan financiar proyectos de gran envergadura que se requerirán en el futuro; para ello se debe reformar la estructura actual, ya que permite la concentración del capital monopolista en grupos industriales, y limita el libre acceso de capitales modestos a la propiedad empresarial cuando menos, y no los resaga al grado de prestamistas y no de copropietario de la empresa.

Para concluir a manera de repaso indicaré que el mercado primario también se conoce como "libre" y como "fuera de bolsa"; que son muchas las analogías con el "Over-the-counter" de los Estados Unidos; que si éste por el valor de operaciones es más importante que las bolsas, no lo es tratándose solamente de acciones y que, en el caso de México, su desarrollo está limitado.

En efecto, la colocación de nuevas emisiones de acciones se realiza en privado, sobre todo cuando las empresas también son nuevas, lo que posteriormente dificulta su apertura. En los valores bancarios su venta primaria se efectúa

túa en el mostrador y por su mecánica de emisión-circulación, lo mismo acontece con las obligaciones.

Para que un valor circule en el mercado de valores nacional se requiere cumplir los requisitos de Ley que indican que oferta pública es "la que se haga por algún medio de comunicación masiva o a persona indeterminada para suscribir, enajenar o adquirir valores"; para configurar el mercado se requiere de la intermediación que tratándose de valores se entiende cuando son habituales las "operaciones de correduría, de comisión u otros tendientes a poner en contacto la oferta y demanda de valores" pero, "sólo podrán ser materia de oferta pública los documentos inscritos en la sección de valores", del Registro Nacional de Valores e Intermediarios (3).

La Ley del Mercado de Valores considera que los agentes de valores con carácter de sociedad anónima pueden -- realizar operaciones por cuenta propia, pero condicionadas a disposiciones poco reales en un mercado donde la *dinámica* es la característica, por lo que sería absurdo pensar tan *siquiera* en semejanzas entre los "dealers" y estos agentes, y menos cuando sólo pueden operar acciones inscritas en la Bolsa.

3) Artículos 2º y 4º de la Ley del Mercado de Valores, del Registro Nacional de Valores e Intermediarios.

3.- BOLSAS DE VALORES

A. PANORAMA GENERAL

Como ya se mencionó, las operaciones con valores se realizan básicamente en dos mercados: dentro de bolsa y fuera de ella (Over-the-counter market). El propósito fundamental de ambos mercados, así como las funciones que desempeñan son similares; ambos están encaminados a la obtención de recursos financieros, mediante la venta de valores.

El mercado de valores, por consiguiente, señala Núñez Lagos, "abarca dentro de sus contornos a todos los compradores y vendedores de valores mobiliarios el mercado de emisiones, que comprende las relaciones entre las entidades públicas o privadas que emiten, que crean nuevos títulos y los suscriptores que entregan su dinero; la bolsa que es el centro de contracción de los valores, que se hallan en -- circulación; y, por último, las compraventas de valores no admitidos a cotización oficial, que son una parte del mercado de valores en su aceptación más amplia, pero que no constituyen por sí un mercado unitario. Corrientemente, se identifican los términos mercado de valores y bolsa, y con esta deno

minación se indica genéricamente el ámbito en el que se realizan operaciones sobre valores cuyas empresas se hallan admitidas a cotización oficial, ya sean suscripciones o compraventas " (4).

Así, por "bolsa" en su acepción más general, puede designarse el lugar de contratación, donde se hacen ciertas operaciones comerciales. Estas se diferencian de otros mercados en que en ellas se realizan las operaciones sobre muestras, tanto en valores como en mercancías. En cambio, en -- los mercados, la contratación se realiza solamente sobre mercancías y con ellas a la vista.

Las Bolsas de Valores caracterizan los lugares específicos, donde se efectúan transacciones comerciales con valores. "Como antecedente más remoto de las bolsas, se señalan las primeras reuniones de comerciantes de la antigüedad; mercados cotidianos o periódicos que constituyeron las primeras manifestaciones de traficantes con incipiente organización" (5). De esta manera, las bolsas fueron reemplazando poco a poco a las ferias, las que habían sido los centros de comercio más importantes.

(4) Núñez Lagos José Manuel. Iniciación a la inversión en Bolsa. Editorial Científico-médica. Barcelona 1962. Pág. 56

(5) "Qué es la Bolsa de Valores?". Publicación de la Bolsa de Valores de México, S. A. de C. V. Pág. 1

Así, las bolsas "surge en la historia del tráfico mercantil, cuando puede sustituirse, gracias a la concentración de oferentes y demandantes, el procedimiento de subasta en el que toman parte un solo vendedor y varios o muchos compradores, por el sistema de subasta múltiple en el que intervienen varios o muchos compradores y vendedores" (6).

La función de las bolsas ha variado en el transcurso del tiempo; en sus comienzos, servían para la transacción de las diversas clases de mercancías; más tarde se convirtieron preponderantemente en el mercado del capital ficticio. Esta transformación tuvo lugar, a raíz del desarrollo de las sociedades anónimas, por la penetración cada vez mayor de - las asociaciones de capital en las diferentes ramas de la actividad económica. En tiempos remotos, "los primeros valores que se negociaban son los vales, pagarés y letras de cambio representativos de deudas contraídas por los monarcas para la financiación de empresas políticas y militares. Cuando se crean las sociedades anónimas, comienzan a ir adquiriendo difusión las acciones y obligaciones emitidas por estas compañías, y así las bolsas de valores van tomando su fisonomía propia como instituciones especializadas e independientes, - aunque en algunos casos también albergan los mercados de divisas extranjeras, metales preciosos y algunas mercancías " (7).

(6) Núñez Lagos José Manuel. Op. cit. Pág. 57

(7) Núñez Lagos José Manuel. Op. cit. Pág. 58

"En la actualidad, la Bolsa proporciona las condiciones necesarias para que compradores y vendedores, de acuerdo con sus informaciones y deseos, determinen una valoración a sus transacciones y, en consecuencia se fije un precio a las operaciones" (8).

En su aspecto económico puede estimarse que las bolsas tienen por objeto canalizar el ahorro y además, posibilitar o facilitar la transacción de toda clase de valores, liberando recursos que pueden ser reasignados a otras actividades.

Pérez López señala que "las bolsas hacen posible inversiones por cortos períodos, ya que muchos individuos y empresas tienen a la mano fondos que temporalmente no son requeridos, debido ya sea a variaciones estacionales del volumen de los negocios o a una atonía general del comercio. Por virtud de un mercado organizado, estos fondos pueden ser invertidos en valores, con la seguridad de que en cualquier tiempo pueden ser reconvertidos a efectivo al precio corriente del mercado. En ausencia del mercado de valores, tales fondos permanecerían ociosos o bien, depositados en bancos comerciales o de ahorro, donde su rendimiento sería sustancialmente menor" (9).

(8) Núñez Lagos José Manuel. Op. cit. Pág. 18

(9) Pérez López Enrique. El Mercado de Valores. Nacional Financiera, S. A. México 1947. Pág. 49

Para observar las actividades de las bolsas no hay ejemplo más claro que el relativo a la Bolsa de Nueva York - que a continuación se describe brevemente:

La primera bolsa de valores de América, se estableció en Filadelfia, en 1770 que para entonces era el primer - centro comercial y financiero de los Estados Unidos. Allí se localizaban dos de los grandes bancos, el Banco de Estados - Unidos y el Banco de Norteamérica. En Nueva York también se realizaban algunas transacciones con valores, pero su volumen era pequeño y desorganizado. Las personas que se interesaban en comprar o vender acciones, se congregaban bajo la sombra - de un árbol de "Buttwood", para consumar sus transacciones.

El primer intento por organizar estas transacciones fue en 1792, cuando un grupo de corredores optó por reunirse para vender cualquier tipo de acción con una comisión de menos de un cuarto por ciento. En los años que siguieron, Estados - Unidos experimentó un rápido desarrollo económico que se reflejó en un incremento sustancial de las operaciones con acciones y bonos; asimismo, el número de personas interesadas en esta actividad aumentó considerablemente y en 1817 se constituyó - formalmente la Bolsa de Valores de Nueva York.

En las décadas siguientes se encontraban listadas - en bolsa, acciones de bancos, de compañías constructoras, canales, ferrocarriles e industrias, etc., es decir, las compañías de las ramas de actividad económica más importantes del país en aquella época. En rigor las acciones de compañías ferroviarias mantuvieron el control hasta las primeras décadas del presente siglo y ya desde mayo de 1835 el Herald de Nueva York destaca su importancia cuando reportó ventas de 3,631 acciones, de las cuales 3,160 eran acciones ferroviarias.

A raíz de la incertidumbre que prevaleció en los años siguientes, por la guerra civil, la depreciación de la moneda, etc., la especulación no se dejó esperar y en 1864 un grupo de especuladores que no fueran admitidos como miembros de la Bolsa de New York, formaron una asociación más liberal llamada "Open Board of Brokers". Al mismo tiempo se abrió la "Gold Exchange", cuyo fin era llevar a cabo transacciones con oro, pero como se incrementara la especulación, en grado sumo el Congreso expidió una ley con el fin de frenarla, la que no tuvo éxito y la institución siguió funcionando hasta 1877 año en que se disolvió. "Open Board of Brokers", operó aisladamente hasta 1869, cuando se consolidó con la Bolsa de Valores de Nueva York.

Para 1866, existía un gran número de empresas que - habían crecido a raíz de la demanda de materiales bélicos y - las acciones de estas industrias, junto con aquellas de las compañías ferroviarias, constituyeron las bases de una nueva época para la Bolsa. Para 1873, la Bolsa de Valores de Nueva York empezó a considerarse como una institución permanente, - en los negocios de la nación y como una institución privada, operando principalmente como un "mercado" para sus miembros y en forma secundaria o indirecta para beneficio de la sociedad.

En la actualidad, la Bolsa de Valores de Nueva York está registrada como "bolsa de valores nacional", de acuerdo con lo que prevee la regulación de Bolsa de Valores.

El número de miembros de la Bolsa, está limitado por su reglamento a 31,366. Anterior a 1929 el límite era de -- 1,100. Únicamente pueden ser miembros personas físicas; sin embargo, los miembros pueden asociarse como corporación.

En tales casos, la corporación es conocida como "member firm". Para llegar a ser miembro regular de la Bolsa, - existen dos pre-requisitos necesarios; en primer lugar, se debe probar su elegibilidad; segundo, se debe arreglar el adquirir un asiento ("seat") vacío. El precio de compra de un -

asiento ("seat") es variable y alcanza precios hasta de - - 217,000 dólares. Además el nuevo miembro debe pagar un derecho inicial de 7,500 dólares y el 1% sobre las comisiones que gana en las transacciones de piso. Por último, debe hacer - una contribución inicial de 30 dólares para ayuda de las familias de los miembros acaecidos.

Las instrucciones que los inversionistas dan a los corredores para comprar o vender valores se denominan "órdenes". Para llevar a cabo esta "orden se elabora un contrato en el piso de remates liberando un número de acciones por el pago de una suma específica de dinero.

La unidad base de las transacciones es de 100 títulos y se le denomina "round lot". Claro está que existen muchas órdenes que involucran menos de 100 acciones que se conocen como "odd lot". Es más, American Telephone and Telegraph Company, estima que éstas representan el 36.2% del total de - órdenes, en otras palabras, más de 2 millones de accionistas poseen menos de 100 acciones. Esta cifra demuestra la importancia de este tipo de accionistas, y a la vez sugiere que si los corredores rehusaran este tipo de órdenes perderían un - buen número de clientes.

Por otra parte, las órdenes que llevan a cabo los corredores, pueden ser de tres tipos:

a) "Market order". Es aquella en la que se compran o se venden inmediatamente, al mejor precio obtenible.

b) "Limited order". Se refiere a la compra o venta de acciones a un precio específico, o al mejor precio. Esta orden es válida por el tiempo que especifique el cliente, que puede ser por un día, una semana, un mes o cancelarse.

c) " Stop order". Una compra en el mercado con este tipo de orden se lleva a cabo, cuando el precio de una emisión se eleva un especificado nivel. Una venta se realiza cuando el precio de una emisión declina a un nivel específico.

Las órdenes de venta por parte de los clientes también se pueden catalogar en "long" o "short". El primero se refiere a una situación en la cual el cliente posee las acciones que quiere vender. También se le conoce como "comercio con margen" y supone, la adquisición de valores a crédito.

El derecho de vender en corto es limitado, tanto por la Bolsa como por la Comisión Nacional de Valores. A --

esta práctica también se le denomina "al descubierto"; éstas se realizan generalmente en previsión de una baja del precio de mercado. La ventaja que se tiene al realizar este tipo de operación es el aumento de número de participantes que operan en el mercado y reduce así las fluctuaciones en los precios de las acciones.

En general, estos dos tipos de operaciones "al margen" y al "descubierto" ejercen dos efectos beneficiosos: en primer lugar amplían la posesión de valores aumentando la capacidad del público para adquirir valores; en segundo, proporcionan un mercado más activo, reduciendo así las fluctuaciones de los precios. El llevar a cabo operaciones al descubierto, también puede afectar al mercado en el sentido de propiciar la especulación.

B. EVOLUCION DE LAS BOLSAS EN MEXICO

Las operaciones con valores en México, datan aproximadamente de 1880, año en que se empezaron a negociar títulos de empresas pertenecientes a las ramas económicas de mayor crecimiento de la época, entre las que se encontraban la minería, textiles y la industria del papel y ferrocarriles. Estas transacciones se llevaban a cabo en forma rudimentaria, debido a la falta de un mercado de valores organizado.

Para 1887 se aprobó el primer decreto para el establecimiento de una bolsa mercantil, pero no fue sino hasta 1895, cuando inició sus funciones, constituyéndose como sociedad anónima. A causa de su deficiente organización, las transacciones que en ella se efectuaban se redujeron a su mínima expresión y al año siguiente la institución fue clausurada. Para esta época, la bolsa no se consideró como parte del sistema de crédito.

Posteriormente se volvieron a hacer intentos para consolidar la bolsa los que fueron inútiles, ya que no fue hasta 1907, cuando quedó constituida la Bolsa Privada de México, S. C. L., la cual, en 1910, se transformó en Bolsa de Valores de México, S. C. L.

Entre 1907 y 1933 existen documentos que señalan el interés del Estado por preservar este sector financiero. En algunas ocasiones clausuraban y posteriormente se reanudaba la actividad con valores. Por ejemplo el decreto que prohíbe las operaciones de cambio del 31 de mayo de 1916 y publicado en "El Constitucionalista" diario oficial del 6 de junio del mismo año, Venustiano Carranza decreta que "queda prohibida la especulación sobre monedas y valores al portador" y "clausuradas hasta nueva orden las bolsas establecidas en la Repú

blica". Sin embargo, el 18 de julio el "Diario Oficial" publica un decreto donde se autoriza a reanudar las operaciones de cambio y permite la apertura de una bolsa de valores señalando que "sólo se autoriza la apertura de un establecimiento de esa clase, en la ciudad de México" y que las transacciones sobre acciones y títulos al portador en la ciudad de México, sólo podrán hacerse en el local que ocupe la bolsa de valores autorizada por la Secretaría de Hacienda.

Para 1928 bajo el régimen de Plutarco Elías Calles, el "Diario Oficial" publica el 12 de julio el decreto por el cual, se sujetan las bolsas de valores a la inspección de la Comisión Nacional Bancaria y además, en el decreto del 16 de enero de 1929, se faculta al Ejecutivo Federal para legislar sobre instituciones de crédito se aduce el propósito esencial que expresó la Secretaría de Hacienda en la 2a. Convención Nacional Bancaria, en relación a "abrir cauces más amplios para el desarrollo del crédito, mediante la revisión de las leyes vigentes, con objeto de introducir en ellas las reformas que la experiencia señale.... para lo que se hace necesario crear el mercado nacional de valores y dar mayor movilidad a la riqueza representada por la producción agrícola e industrial".

El "Diario Oficial" de 20 de febrero de 1933 publica el reglamento del capítulo III del título II de la Ley General

de Instituciones de Crédito; que señala la forma de organización que debe tener la bolsa, habla de los valores que pueden ser inscritos en ella, de sus operaciones y sobre su control y vigilancia.

Por todo lo anterior, bien puede tomarse de referencia el año de 1932, para considerarlo el inicio de la vida bursátil en el México moderno, ya que la Ley Bancaria de ese año permitió que en 1933 se condicionara la primera bolsa como un complemento del sistema bancario (que posteriormente limitaría su desarrollo) con la idea de que, como dice la exposición de motivos, los "bancos concentraron los recursos dispersos del público por medios distintos al elemental y a menudo inadecuado del depósito a la vista".

Por su carácter institucional, probablemente, Reina Hermosillo escribió que la "Bolsa tiene como antecedente no precisamente los esfuerzos primitivos para operaciones bursátiles como el de Trigueros, el del llamado establecimiento de la viuda de Genin, ni el de Galapiz, ni el de Murgía; sino su forma más directa, la Bolsa Privada de México, S. A., del Callejón de la Olla, fundado en 1907" (10). Pero en realidad es que esta bolsa fue solo un buen intento pero como todos los

(10) Reina Hermosillo Práxedes. El Certificado de Participación. El Mercado de Valores. NAFINSA. No. 7 México 1947. Pág. 5

anteriores frustrado, ya que los valores y en general los negocios estaban sujetos a la dependencia económica y si bien algunas acciones ferrocarrileras, textiles y mineras se cotizaban en Londres y París, ello no es otra cosa sino la forma más fácil de captar capitales extranjeros y especular con ellos, porque los compradores solamente recibieron deudas (increíblemente altas, ya que servían de gancho) de unas cuantas empresas, y los resultados nunca fueron favorables ni para los inversionistas extranjeros (me refiero a los compradores en bolsa), ni para el país. Como dice acertadamente Lagunilla Iñarritu "El Porfiriato logró éxitos indudables en la propagación de los valores mexicanos, pero los cargos por excesivos pagos exteriores y la falta de ahorros básicos en el país que compraran las inversiones extranjeras, nacionalizando los negocios a través de nuestro mercado de valores, pusieron al país al borde de la catástrofe política. La riqueza mexicana fue enajenada sin compensación. El cuento de hadas de nuestra tradición minera y las aspiraciones nacionalizadoras, así como los rendimientos pagados al exterior, hundieron al equipo de autocracia ilustrada que gobernaba al país. El país quedó saqueado y escasamente desarrollado" (11).

(11) Lagunilla Iñarritu Alfredo. La Bolsa en el Mercado de Valores de México y su ambiente empresarial I. 1895-1933, Bolsa de Valores de México, S. A. de C. V. México 1973. Pág. 34.

La idea de vigilar y regular el incipiente mercado de valores no se pierde, continúa vigente y en 1939 se concreta lo que debe considerarse el origen de la presencia del Estado en la vigilancia del mercado al crearse una Comisión - Autónoma, para autorizar la venta al público de acciones y vigilar y hacer cumplir los requisitos establecidos para ello. Posteriormente, en 1946 el Estado para proteger a los inversionistas consideró necesario crear un organismo que vigilara las empresas que emiten títulos para su venta y a efecto se publica en el "Diario Oficial" de 16 de abril de 1946, el decreto del 11 de febrero, que crea la "Comisión Nacional de Valores", "decreto que escasamente regulaba la aprobación de - los títulos que fuesen a circular en la Bolsa y los que se negociaran en el mercado libre, el ofrecimiento de valores destinados a venderse en el extranjero y la determinación de los valores que podrían adquirir las compañías de seguros" (12). Ese organismo autónomo se integra por un representante de cada una de las siguientes entidades: Secretaría de Hacienda y Crédito Público, Secretaría de la Economía Nacional, Nacional Financiera, Banco de México, Comisión Nacional Bancaria, Bolsa de Valores de México, Banco Nacional Hipotecario, Urbano y de Obras Públicas y Asociación de Banqueros de México.

(12) Bernal Molina Julián. Dinámica de la Comisión Nacional - de Valores en el período 1970-1976. Suplemento de Comercio Exterior. Agosto 1976. Pág. 46

En ese mismo año, el 7 de septiembre se publicó el "Reglamento del Decreto que crea la Comisión Nacional de Valores", que, precisa los derechos y obligaciones de la Comisión para poder llevar a cabo sus funciones; ratifica su autonomía y señala que sus resoluciones generales y las relativas a casos concretos serán obligatorias para las autoridades y los particulares.

El 4 de julio de 1947 se publica en el "Diario Oficial", el "Reglamento Interior de la Comisión", el que especifica cuál será el funcionamiento de dicha institución.

Años más tarde y ya fortalecido el mercado, en 1953 se expide la Ley de la Comisión Nacional de Valores, la que insistió en la reglamentación de la entidad como el órgano en cargo de vigilar ciertas áreas del mercado de valores. "En los años posteriores se puso de manifiesto frecuentemente la preocupación por un ordenamiento que además de que estableciera un marco jurídico completo, comprendiera las que ya aparecían numerosas disposiciones legales y reglamentarias expedidas durante un lapso que excedía los 7 lustros. Las normas existentes en esta materia adolecían de deficiencias de significación" (13). El 2 de enero de 1975 se expide la Ley del Mercado de Valores.

(13) Bernal Molina, Julián. Op. cit. Pág. 46

A partir de 1933, el sistema financiero mexicano - mostró un desarrollo sustancial, pero en sí, el mercado de valores se conserva al margen; su crecimiento ha sido muy débil, y en general, el volumen de ahorros captados por este conducto ha sido raquítico. En rigor, no ha existido una relación de esfuerzos paralelos realizados por el Estado y los particulares interesados en la cuestión, pues en 1950, se otorgó la concesión a la Bolsa de Valores de Monterrey, y en 1960 a la Bolsa de Valores de Guadalajara. Esto es, que para 1960 funcionaban 3 bolsas de valores en la República, pero a pesar de ello, la que captaba el mayor porcentaje de las operaciones - era la de México, que para ese año, realizó más del 90 % del volumen total de las transacciones bursátiles, tanto de renta fija como variable.

A este respecto, Caso Bercht señala que "De las tres bolsas de valores autorizadas, para operar en la República, - sólo la de México mantiene una actividad regular, realizando más del 90% de la operación total. La Bolsa de Occidente observa muy poco movimiento y la de Monterrey sólo registra telefónicamente un número escaso de órdenes que transmiten funcionarios bancarios"(14).

(14) Caso Bercht Jorge. Sin Mercado de Valores, nuestra Economía nunca alcanzará un sano desarrollo. Mimeografiado - sin fecha.

La relación que presentaba la Bolsa de Valores de México, respecto a la de Monterrey y Guadalajara para 1975, no cambió en forma significativa a la que se registró en 1960 a pesar de que las operaciones dentro de cada una de ellas se incrementó sustancialmente.

Por ejemplo, para 1975, el valor total de las operaciones dentro de las tres bolsas ascendió a 168.1 mil millones de pesos; que si se compara con el registrado en 1964, se observa, que el incremento es superior al 500%, cuando se registraron 26.4 mil millones de pesos; pero el 67.6% fue captado por la Bolsa de Valores de México, al operar 113.6 mil millones de pesos.

A raíz de las disposiciones contenidas en la Ley del Mercado de Valores y de acuerdo con su artículo quinto transitorio, las bolsas de Monterrey y Guadalajara fueron suspendidas en sus operaciones, lo que dió lugar a la creación de un sistema bursátil de alcance nacional, los valores y agentes de esas bolsas se incorporaron a la Bolsa Mexicana de Valores, S. A. de C. V., nueva denominación de la Bolsa de Valores de México, S. A. de C. V.

De tal suerte, se inicia una nueva etapa en el mercado de valores y centra la atención en la promoción y desarrollo del mercado de acciones. La Comisión Nacional Bancaria y de Seguros vigila, inspecciona y ordena la suspensión de operaciones con valores no inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios de las instituciones de crédito y de las compañías de seguros; con ello controla en realidad los valores de renta fija que en su mayoría son de origen bancario. Por su parte la Comisión Nacional de Valores, centra sus funciones en la operatividad de los valores en el mercado mismo a través de la oferta pública, en las acciones de empresas no financieras (exceptuando sociedades de inversión) y en la intermediación, es decir los agentes de valores.

A raíz de estos cambios, la Bolsa de Valores deja de ser una institución auxiliar de crédito, como la consideraron las sucesivas leyes bancarias a partir de 1932, función, que en realidad nunca ha cumplido; pues si antes de 1932 no estaba considerada como parte del sistema de crédito, es decir, del mecanismo de inversión, después, a pesar de ser incluida por la legislación, como una institución auxiliar de crédito, no desempeñó un papel trascendental dentro del sistema financiero.

De acuerdo a la nueva legislación en la materia, la función de la bolsa está claramente delimitada y controlada, con el fin de que puedan desempeñar un papel, en realidad, importante dentro del sistema financiero. Con el propósito de no desviar el fin primordial de la Bolsa de Valores, tanto las divisas* como los metales preciosos no serán susceptibles de operarse en bolsa; además, de que la cotización de metales - preciosos en estos centros no ha prosperado a nivel nacional; en cuanto al mercado de divisas, se ubica en el ámbito bancario.

La función que les otorga la Ley del Mercado de Valores a las bolsas es el de "facilitar las transacciones con valores y procurar el desarrollo del mercado respectivo". Estas se constituirán como sociedades anónimas de capital variable, con sujeción a la Ley General de Sociedades Mercantiles; cada bolsa tiene facultad para elaborar su propio reglamento previa aprobación de la Comisión Nacional de Valores. Además, cada bolsa formulará el arancel al que deberán ajustarse las remuneraciones que perciba por sus servicios, sometiendo a la Secretaría de Hacienda y Crédito Público para su aprobación, la que resolverá oyendo a la Comisión Nacional de Valores.

* Sin embargo el Banco Central autorizó para el mes de diciembre de 1976 a las casas de bolsa a negociar divisas.

C. OPERATIVIDAD DE LA BOLSA MEXICANA

Con el fin de evaluar la situación actual de la única bolsa de valores en el país, se presenta un análisis de la situación de la Bolsa Mexicana de Valores para 1975.

Las transacciones totales ascendieron a 113,616.0 millones de pesos, de los cuales 109,931.2 millones se destinaron a la compra-venta de valores de renta fija y 3,684.8 millones de pesos a la de acciones; en 1974 la cifra total fue de 96,350.9 millones de pesos, correspondiendo a la renta fija 93,804.6 millones de pesos, a las acciones 2,538.4 millones de pesos y al oro 7.9 millones de pesos.

En el sector de renta variable la situación fue la siguiente: de los 3,684.8 millones de pesos negociados, - - 3,024.4 millones de pesos correspondieron a las acciones industriales, de servicios, comerciales y mineras y 660.4 millones de pesos al sector de bancos, compañías de seguros, fianzas y sociedades de inversión. Con respecto a 1974 las operaciones totales se incrementaron en 45.2 %, ya que la cifra correspondiente fue por 2,538.6 millones, las acciones del sector industrial registraron un incremento de 46.8 % y los del sector financiero de 38.0 %, toda vez que las cifras eran de 2,060.0 - y 478.6 millones de pesos.

Desglosando las transacciones se observa lo siguiente: las acciones industriales alcanzaron en 1975 un valor de 1,584.9 millones de pesos, superior en 59.6% al de 1974 que fue de 992.9 millones de pesos. Las acciones de empresas de servicios llegaron a 876.3 millones de pesos, incrementándose en 93.4 % en relación a 1974, cuando se negociaron por 452.3 millones de pesos. Las acciones bancarias también registraron un incremento substancial de 54.8 % al pasar de 406.1 a 628.6 millones de pesos, al igual que las comerciales que de 128.4 millones de pesos en 1974 pasaron a 161.2 millones de pesos - en 1975.

Las acciones de empresas mineras y de compañías de seguros, registraron decrementos al negociarse por 403.0 millones y 25.6 millones de pesos respectivamente, en tanto que en 1974 las cifras fueron por 486.9 y 71.7 millones de pesos en el mismo orden. Las acciones de compañías de fianzas sumaron 4.2 millones de pesos y las de sociedades de inversión - 1.0 millones de pesos; en el año anterior no se negociaron acciones de fianzas, en tanto que las sociedades de inversión - registraron cien mil pesos.

Las cifras totales fueron producto de la transferencia de 40,066.725 acciones en 1975, contra 25,379,131 acciones

en 1974. En 1974 se remataron acciones de 126 empresas, en tanto que para 1975 el número fue de 154. Sin embargo, el incremento de los negocios no se basó en ello porque solamente dos papeles, de los 28 más que entraron a los remates registraron transacciones de magnitud importante.

La mayor proporción de los recursos se canalizaron a 42 empresas, 3 de ellas bancarias, con las que se efectuaron operaciones por 2,934.6 millones de pesos, que representaron el 79.91 % de los 3,684.8 millones de pesos negociados con acciones. En un orden más riguroso se tiene que 26 emisiones - de 24 empresas sumaron 2,297.1 millones de pesos y cuatro sobrepasaron los 100.0 millones de pesos; las acciones de Teléfonos de México sumaron 856.1 millones de pesos, las de DESC, Sociedad de Fomento Industrial 135.7 millones, las de Fundidora Monterrey 111.3 millones de pesos y las del Banco Nacional de México 234.8 millones.

El sector de renta fija registró operaciones cuantiosas, pero su crecimiento en relación a 1974, fue de solamente 17.2 %. El valor de las operaciones fue de 109,931.2 millones de pesos contra 93,804.6 millones de pesos reportados en 1974. Los papeles que mayores cifras registraron fueron los bonos - financieros y los bonos hipotecarios, pero a la vez, fueron -

los que registraron tasas de crecimiento más bajas. Los bonos financieros se operaron por un valor de 47,665.5 millones de pesos contra 43,392.6 millones en 1974, significando un aumento de 9.8%; en tanto que los bonos hipotecarios registraron 42,670.7 millones de pesos frente a 37,045.2 millones, con un aumento de 15.2 %.

Incrementos de significación registraron otros papeles cuya circulación es de menor importancia relativa como - las cédulas hipotecarias que de 2,016.5 millones negociados - en 1974 pasaron a 2,857.9 millones de pesos en 1975, con un - incremento de 41.7%. Los títulos financieros y los certificados de Nacional Financiera se incrementaron en 63.4 % al pasar de 6,275.4 millones de pesos en 1974 a 10,260.2 millones en - 1975. Los certificados de participación inmobiliaria del Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos de 4,878.7 millones negociados en 1974, se incrementaron en 27.0 % al registrar - 6,198.1 millones de pesos en 1975. Por primera vez se nego- ciaron certificados de depósito por 3.1 millones de pesos.

- Las obligaciones hipotecarias registraron una cifra de 275.6 millones de pesos, que, comparada con la de 1974 que fue por 196.2 millones de pesos, se incrementó en 40.5 %.

Así, remitiéndose a las cifras, se observa que la Bolsa de Valores de México en comparación con las instituciones americanas es muy pequeña; dos días de transacciones normales en la Bolsa de Valores de Nueva York más acciones cambian de mano que en todo un año en la de México.

A pesar, de que se encuentran listadas 350 acciones, solamente 50 de ellas tienen movimiento activo, es decir, sólo el 14.28 %; además, aunque se negocie una cantidad considerable de acciones, de las más activas, las operaciones no causan fluctuaciones drásticas en sus cotizaciones.

Actualmente, en la Bolsa se encuentran inscritos valores de renta fija emitidos por instituciones de crédito y acciones de las mismas; además de acciones de organizaciones auxiliares de crédito, compañías de seguros y sociedades de inversión. Por otra parte, se cuenta con acciones de empresas no bancarias como industrias, comercios, empresas de servicios y minas.

Hasta la fecha, la mayor proporción de las operaciones se realizan con valores de renta fija correspondiendo a las acciones una mínima proporción. Este punto, es precisamente uno de los propósitos de la Ley del Mercado de Valores, fo

mentar, el desarrollo de las acciones para permitir el financiamiento de la empresa con recursos propios que sustituyan los créditos que resultan honerosos y que comprometen la estructura financiera de las empresas.

Así, en 1975 se lograron ciertos avances y desde el punto de vista cuantitativo las transacciones con acciones se incrementaron en más de un mil millones de pesos en relación a 1974.

Con mayor claridad los avances logrados en el mercado bursátil y en particular en el sector de renta variable quedan de manifiesto, si se analiza lo acontecido en el año en curso.

La Bolsa Mexicana de Valores, registró negocios del 2 de enero al 31 de agosto por 77,489.2 millones, cifra mayor en 12.10% respecto al mismo período de 1975 que fue por 69,121.8 millones de pesos. El valor de acciones rematadas llegó a 3,890.9 millones contra 1,915.6 millones, registrándose un incremento de 103.11%. Los valores de renta fija sumaron 73,598.3 millones, en tanto que para el período de 1975, la cifra fue de 67,206.2 millones con un incremento de 6,392.1 millones de pesos, que en números relativos significa un aumento del 9.51%.

Por lo que toca al mercado accionario, los 3,890.9 millones de pesos negociados, se originaron con un volumen de 38,973,986 las que comparadas con las de 1975 se incrementaron en 17,651.896 acciones, es decir, el 82.78 %. Los incrementos en el valor y volumen de operaciones resultan insignificantes para modificar la estructura de la bolsa, ya que las operaciones con acciones representan solamente el 5.02 % del total; y resulta ser el mejor de los años, pues en años anteriores el máximo sólo captó el 3.3 % que fue en 1973.

El promedio de precios de las acciones terminó el período en 270.42 puntos con una ganancia de 63.11 puntos, en relación al cierre del período de 1975 que fue de 207.31 puntos. El día 2 de enero se registró el promedio mínimo de - - 213.74 puntos y el 31 de marzo ascendió a 280.47, cifra récord hasta la fecha.

A pesar del número creciente de empresas inscritas en bolsa, durante el período que se analiza, solamente 33 de ellas participaron en las transacciones más significativas; de las cuales 28 por papeles industriales y 5 bancarias, cuyo valor fue de 2,908.1 millones de pesos, es decir el 75.0 % - del total sectorial.

Por otra parte, para el día 2 de septiembre, a raíz de la devaluación, el precio de las acciones se elevó en forma trascendental, pero a la vez ilógica, ya que no existía ningún elemento positivo que permitiera el alza de las cotizaciones. Esto causó una sobrevaluación del mercado y fuera de los primeros 5 días hábiles del mes, en los cuales las transacciones diarias fueron entre \$50 y \$155 millones, ya que las pérdidas no se hicieron esperar y a partir del día 6 empezó el obligado ajuste.

Esta situación se presenta en forma más esquemática si se observa el promedio de precios de las acciones. El 31 de agosto su nivel fue de 270.42, el día 2 llegó a 322.73 y el día 3 establece récord en 335.54 puntos con una ganancia en dos días de 65.12 puntos, es decir el 24.1 %. Aún cuando la caída de precios no ha sido drástica es inminente su tendencia a la baja; claro está, que también influirán los resultados que obtengan las empresas del tercer trimestre. Al terminar el mes su nivel fue de 294.70 puntos.

Por otra parte, la rigidez del mercado hace patente la concentración de acciones y la falta de atractivos para captar mayor cantidad de ahorros, por lo que se requiere de cambios radicales en los patrones de ahorro; claro que no es

fácil cambiar estructuras que se conformaron desde años anteriores, por lo que se requiere de la participación de todos los sectores para fomentarlo y lograr su pleno desarrollo. La especulación es la base de las transacciones, pero cuando se abusa de ella, cualquier estructura se derrumba y la Bolsa de México en los primeros días de septiembre estuvo cerca de ello. La actitud de los agentes fue del todo irresponsable y ello probablemente se explique en que no se puede hacer de asesor de inversiones y a la vez de agente; estas dos actividades se deben fomentar para estar acordes con la modernización del mercado accionario; a este respecto ya existen proyectos que seguramente se realizarán, como el desarrollar el mercado de alcance nacional que comprende: a) "La automatización mediante la computación adecuada de la información financiera de las empresas"; b) "La utilización de sistemas electrónicos que registren, analicen y califiquen todo género de datos útiles para los interesados" al interior del país para promover nuevas plazas con agentes de valores que podrían operar al instante con la Bolsa Mexicana, sin que ello represente costos que no se pueden cubrir siempre y cuando se realicen economías de escala y c) establecer el depósito centralizado de valores para eliminar el manejo físico de los mismos que representan altos costos, de tal suerte que esa forma de manejar los títulos "parece indispensable si se desea realizar la unificación operativa del mercado de valores y para los efectos de que realice la compensación y liquidación de las operaciones que -

se hagan.

Los proyectos por ambiciosos parecen irrealizables, sin embargo de ello depende el futuro del mercado de valores, y si se continúa perdiendo de vista, que el problema es netamente económico, es seguro que se fracasará.

Para destacar lo anterior es de interés señalar que Hilferding, a principios de siglo señaló que "La compra-venta de mercancías es un proceso socialmente necesario. Mediante él se cumple en la economía capitalista la condición vital de la sociedad, es una conditio sine qua non de esa sociedad. La especulación no lo es en ningún modo..... El cambio de propiedad, la continua circulación, no tiene influencia en la empresa, una vez fundada. La producción y el rendimiento no varían porque los títulos sobre el rendimiento cambien de mano; igualmente tampoco varía el nivel del rendimiento por las variaciones del precio de las acciones. Por el contrario, es, - coeteris paribus, el valor del rendimiento el que determina - estas variaciones del precio. La compraventa de estos títulos es, pues; un fenómeno puramente económico, un mero desplazamiento en la distribución de la propiedad privada, sin ninguna influencia sobre la producción o la realización de los be-

neficios (al revés de lo que sucede en la venta de mercancías). Las ganancias o pérdidas de la especulación sólo nacen, pues de las diferencias de las correspondientes valoraciones de los títulos. No son beneficios, ni parte de la plusvalía, sino - que solo brotan de las oscilaciones de las valoraciones de la porción de plusvalía, que va de la empresa a los propietarios de acciones; oscilaciones que no necesitan nacer de una variación en los beneficios verdaderamente realizados. Son puras - ganancias diferenciales" (15).

(15) Hilferding Rudolf. El Capital Financiero. Ed. El Caballito. México 1973. Pág. 145.

4.- INTERMEDIARIOS EN LAS OPERACIONES CON VALORES

La forma común de designar a un intermediario que negocia con valores es la de corredor o agente. La actividad que desempeña un agente es altamente profesional, ya que consiste en dar asesoría directa a sus clientes, además de efectuar las órdenes de compra o de venta que recibe de ellos.

Generalmente, se distinguen varias categorías de corredores o agentes, según el tipo de operaciones que realizan o la función específica con que actúan; así, se distinguen en casi todos los mercados los corredores que operan -- por cuenta propia y los que comercian solo cuando reciben órdenes de sus clientes. En la Bolsa de Londres, a los primeros se les conoce como "Jobbers" y a los segundos como "brokers", en la de Nueva York reciben el nombre de "dealers" y "brokers", respectivamente; en México, estas dos categorías son análogas con las funciones de los "agentes de bolsa", en el primer caso y las "casas de bolsa" o bien los "agentes - personas morales", en el segundo.

En rigor, la profesión de agente, a nivel nacional, hasta antes de la existencia de la actual Ley del Mercado de

Valores, no se encontraba bajo control de ninguna autoridad. Se vigilaba que los agentes cumplieran con algunos preceptos más de carácter ético (Código de Etica Profesional, aprobado por el Consejo de Administración de la Bolsa en 1961), que - financiero o legal, las autoridades si acaso, dictaminaban en cuanto a la autorización para incorporarse como corredor en las bolsas existentes.

Por otra parte, la duplicidad de funciones por organismos públicos, sobre todo de la Comisión Nacional de Valores y de la Comisión Nacional Bancaria y de Seguros, dificultaba la vigilancia de los intermediarios con valores, -- creándose una confusión que aprovecharon los agentes por largo tiempo, utilizando el dinero confiado por sus clientes en provecho personal y fraudulentamente. Pocos agentes, por no decir ninguno, se dedicaban exclusivamente a transacciones con valores, la mayoría hacían las veces de agentes financieros de instituciones bancarias, asesores de empresas o, cuando su profesión se los permitía, se desempeñaban como funcionarios de empresas o bancos.

Esta situación no podía sostenerse y probablemente por ello, se legisló al respecto y la Ley del Mercado de Valores dedica el capítulo III a los agentes de valores.

En la exposición de "Motivos de la Ley del Mercado de Valores", en relación a los agentes se asienta lo siguiente: "la existencia de intermediarios debidamente calificados y controlados permitirá que las transacciones se realicen con expedición, economía y seguridad, con la participación - de profesionales, cuya actuación se lleve a cabo cuidando de manera adecuada los intereses de los inversionistas".

"Se estimula la organización de los agentes de valores como sociedades mercantiles, toda vez que esto mejora los servicios que pueden prestar a su clientela y aumenta la protección de los intereses del público, en virtud de la capitalización de las empresas a que se hace referencia, de su aptitud para lograr una organización que les permita alcanzar altos niveles de eficiencia técnica y administrativa y de la mayor facilidad con que puede ejercerse su vigilancia por las autoridades". Además, los agentes con carácter de sociedad anónima podrán con sujeción a las disposiciones de carácter general que dicte el Banco de México, recibir préstamos o -- créditos de instituciones de crédito o de organismos oficiales.

Por otra parte, los agentes, ya sea persona física o moral, únicamente podrán actuar como tales, cuando se ins-

criban en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios; con el fin de cumplir los preceptos que en este renglón pretende la Ley, los agentes persona física, deberán tener solvencia moral y económica, así como capacidad técnica y administrativa y no deberán ser propietarios del 10 % o más del capital de una institución u organización auxiliar de crédito, ni ser funcionario o empleado de este tipo de instituciones. Además el poseer esta calidad, les permitirá actuar a nombre de la sociedad a la que pertenezcan.

Otro aspecto en el que hace incapié la Ley, es el obtener información de los agentes, tanto persona física o moral sobre las operaciones que realicen, con el fin de llevar un control de sus actividades, tanto dentro como fuera de Bolsa.

La Comisión ha elaborado circulares que reglamentan lo dispuesto en la Ley del Mercado de Valores, en lo referente a llevar un control sobre las actividades que realizan; el capital mínimo que deberán suscribir los agentes constituidos como persona moral y la forma de estar representado o invertido; informar a su clientela del estado sobre los valores que tengan en custodia; también señala el calendario sobre suspensión de actividades, tanto de agentes como de la Bolsa.

Fuera de este tipo de disposiciones, no se conocen estudios en los que se analicen sus actividades desde el punto de vista económico para poder determinar los lineamientos a seguir y para que estén acordes a la realidad económica del país. Desde luego, la aplicación de la Teoría Económica en estos sectores y en el mercado de valores y financiero, está todavía en pañales, pero urge su desenvolvimiento porque de continuar la toma de decisiones y la implantación de políticas basadas en lo empírico, contable o financiero mantendrán su retraso y elevarán aún más los costos privados e inclusive so ciales, que ello implica.

Si se considera que en el mercado de valores, como en cualquier otro, la meta u objetivo final, de quien en él participa es maximizar la utilidad y si eso representa la igual dad entre los costos marginales y los ingresos marginales, en el caso de los agentes, que son imprescindibles por el pa pel que desempeñan y cumple con una función económica de dis tribución, reducen los costos de información y facilita la ejecución de las transacciones, la situación de equilibrio se altera por los requisitos económicos e institucionales que - deben llenar, como son el derecho de suscripción para ocupar un lugar en la bolsa y conocimientos de tipo técnico de dudo sa valía, lo que lleva a estructurar un mercado monopsonico y por lo tanto restringido para los que desean desempeñar di cha actividad.

Por otra parte, la presencia de agentes estimula el desarrollo de los negocios, al quedar tanto los compradores como los vendedores en el anonimato. Este aspecto hace menos engorroso el llegar a fijar un precio sobre el que ambas partes se encuentren de acuerdo, situación que se presenta más desagradable cuando se trata con volúmenes muy grandes de títulos. Esto es muy común, tanto en el mercado dentro como fuera de bolsa. En el caso de pequeños inversionistas, el costo para obtener información sobre la situación financiera de cualquier empresa se torna prohibitivo, no así para los agentes que pueden obtener esta información, a través de fuentes directas.

Por tales motivos se considera conveniente que, en vez de verse reducido el número de agentes inscritos, que de 106 agentes que actuaban en calidad de personas físicas localizadas en México, Monterrey y Guadalajara quedaron 77, fundamentalmente por cumplir con el orden legal, se fomentase dicha actividad para racionalizar los recursos y cimentar sobre bases firmes el desarrollo del mercado.

Las remuneraciones que reciben los agentes por sus servicios se ajustan a los aranceles autorizados por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, pero sería conveniente que la Comisión Nacional de Valores, con sus actuales funciones

los revisara. La tarifa actualmente autorizada es la siguiente: cuando se trate de operaciones con valores de renta fija será del 0.25 % sobre el importe total, y la Comisión mínima será de \$25.00 por operación.

El mecanismo que se sigue para cuantificar la comisión del agente, cuando se trata de operaciones con valores de renta variable es el siguiente: se toma como límite mínimo un lote de 100 acciones y se lleva a cabo una clasificación de acuerdo al monto como sigue:

Cuando su importe sea:	La comisión será:
De 0.00 a 499.99	\$5.00 más 4 %
De 500.00 a 7,999.99	\$20.00 más 1 %
De 8,000.00 a 99,999.99	\$60.00 más 0.50 %
De 100,000.00 en adelante	\$460.00 más 0.10 %

Cuando se efectúen operaciones por menos de 100 títulos se cobrará sobre la base de la comisión relativa a 100 acciones en forma proporcional al número de acciones negociadas. Cuando se trata de operaciones a futuro, la tarifa es la misma que para operaciones en efectivo, ya se trate de renta fija o variable, pero ésta se cobrará el día de efectuar la compra-venta. En estos casos, la comisión mínima será de

\$25.00 por operación. Además, en lo que toca a cupones y de rechos, se cobrará sobre la misma base que se utiliza para renta variable, salvo que la comisión mínima será de \$5.00 por acción.

Las operaciones que llevan a cabo los agentes no presentan la diversidad y sofisticación que existe en mercados desarrollados como son Nueva York, Londres, París, etc. En sí su mecanismo es bastante simple y según criterio de la bolsa, las "órdenes" pueden ser clasificadas de la siguiente forma:

"Precio limitado".- Se les denomina así a aquellas órdenes en las que el cliente fija el precio a que deben ser comprados o vendidos los títulos.

"Al Mercado".- Son órdenes, cuya característica consiste en dejar al arbitrio del agente el precio a que debe vender o comprar los valores.

"Condicionales".- Son aquellos en los que el cliente da instrucciones de comprar o vender, condicionando su operación a que se presenta una operación concreta.

Las operaciones a futuro, a pesar de que no se encuentran clasificadas por la Bolsa, gozan de cierto prestigio pero tanto su monto como volumen, hasta la fecha no son significativos. Esta operación de compra-venta consiste en entregar los títulos objeto de la transacción en una fecha posterior convenida entre comprador y vendedor; muchas veces, estas ventas no se hacen materialmente, sino que las partes se limitan a liquidar la diferencia de precios existente al término del plazo.

Por último y con el fin de presentar un cuadro lo más completo posible de las operaciones bursátiles en México, se describen sucintamente las de "paquete" y "cruzadas" que - además de ser muy difíciles de detectar, su presencia dentro del total de operaciones no es significativa, salvo raras ocasiones. Se denominan operaciones de "paquete" a un conjunto importante de acciones emitidas por una empresa que es negociado en la Bolsa, mediante una sola operación; ésta se lleva a cabo, cuando se cotizan por primera vez los títulos, o bien cuando se transfieren acciones entre inversionistas y se aprovechan las ventajas fiscales por operar en bolsa; por lo regular estas operaciones son cuantiosas y en nada contribuyen - para el desarrollo del mercado, más bien, son prácticas poco sanas y deberían reglamentarse. Por lo que toca a las opera-

ciones "cruzadas", se realizan cuando un mismo agente vende y compra una determinada acción a un precio dado. Si algún otro agente se interesa por venderle o comprarle ese papel, se cierra entre ambos la operación; si ésto no sucede, el mismo agente hace las dos operaciones con ese valor por cuenta de sus clientes, quedando registrado al precio como el de cualquier otra operación; esta práctica también me parece inconveniente, porque en primer lugar, infla la bolsa y porque se aprovecha para fijar precios de acciones que van a valuar por terceros, empresas, bancos, sociedades de inversión, etc. y también se distorsiona su posición financiera.

5.- LA COMISION NACIONAL DE VALORES COMO ORGANO DE VIGILANCIA

Al igual que en otras áreas del mercado de valores, cabe señalar que en materia de vigilancia, ya desde 1933 se habían hecho intentos, como se indicó en el capítulo referente a bolsas, para crear un órgano autónomo de vigilancia. El propósito era crear un organismo semejante a la "Securities - Exchange Commission" de los Estados Unidos.

En rigor, la economía nacional en esa época no era, ni es, comparable con la de Estados Unidos y mucho menos lo era el mercado de valores, a pesar de los esfuerzos que se hacían para que surgiera como importante fuente de financiamiento interno del sector público y privado, lo que evidentemente no se logró como tampoco actualmente se ha alcanzado.

Los fines para los que se creó el órgano de vigilancia extranjero difieren enormemente del nacional, ya que el primero se creó con el fin de inspeccionar y controlar el mercado, evitando fraudes, especulaciones indebidas, etc., es decir, que esa institución funcionaba en una economía en donde el capitalismo financiero había alcanzado un alto grado de desarrollo y sufría una de sus más agudas crisis, en tanto que en México se originó, cuando el capitalismo financiero se encontraba en formación, y no existía un mercado estructurado -

ni significativo, de ahí que sus funciones consistían en vigilar el cumplimiento de los requisitos legales y económicos sobre la emisión de valores. Así, el decreto que creó la Comisión Nacional de Valores habla únicamente sobre su organización, funcionamiento, gastos y facultades de la propia Comisión.

Como señala Reina Hermosillo "La Comisión con las características orgánicas y funcionales.... no tendría facultades para autorizar ofrecimientos de valores de renta fija ni tampoco para intervenir dentro del funcionamiento de las Bolsas de Valores; quedaba circunscrito a la protección de -- los tenedores de acciones" (16).

Aparte de las facultades señaladas en el reglamento que creó la Comisión, que sólo señaló generalidades sin decir nada sobre la forma o las bases para realizarlas, existieron otras leyes y reglamentos que se relacionaban con el Mercado de Valores, como son la "Ley que Regula las Inversiones de las Instituciones de Seguros, de Fianzas y Bancos de Capitalización, en Títulos Valores en Serie, en Inmuebles y Préstamos - Hipotecarios", que se publicó en 1947, el decreto que reformó

(16) Reina Hermosillo Práxedes. Revista de Administración - Pública N° 2. Abril-junio. México 1956. pág. 43

"La Ley del impuesto sobre Herencias y Legados" (1947), "Decreto Reformatorio de la Ley General de Seguros" (1949), Decreto que reformó la "Ley General de Instituciones de Crédito" (1949), "Ley de Fianzas" (1950), Decreto que reformó la "Ley de Impuestos y Donaciones" (1951), y por último, la Ley de Sociedades de Inversión que se publicó en 1951.

Además en un reglamento posterior al de su creación, se autorizó a la Comisión a obtener informaciones, realizar investigaciones e inspecciones; auxiliares de las demás autoridades federales o locales; practicar estudios, avalúos o peritajes a costa de los interesados; dictar reglas generales que deben publicarse en el Diario Oficial de la Federación, dictar resoluciones y aplicar sanciones (17).

Por último, con el fin de completar el cuadro de disposiciones legales que se fueron ampliando en el período señalado, se menciona la facultad otorgada en el Decreto que modificó la Ley General de Instituciones de Crédito y Organizaciones Auxiliares en 1949, por medio del cual se facultó a los bancos de depósito a llevar a cabo, por cuenta propia o en comisión, operaciones de compra-venta de títulos, valores y divisas, que se deberían ajustar a las reglas que dicte la Comisión Nacional de Valores, de acuerdo con el Banco de Mé-

(17) Reina Hermosillo. Op. cit. pág. 47

xico, pero que nunca se llegaron a elaborar.

Para 1953, entró en vigor una nueva "Ley de la Comisión de Valores", la cual buscaba dotar al Organismo de una más completa y sólida estructura, al recopilar las facultades básicas hasta entonces dispersas en diferentes leyes, reglamentos, reglas generales, etc. Bajo esta Ley la Comisión siguió funcionando hasta 1974, es decir, que por más de 20 años se aplicaron disposiciones que no estaban de acuerdo a la realidad que afrontaba el mercado ni la economía en general.

Conforme a la "Ley del Mercado de Valores" que empezó a regir a partir del 2 de enero de 1975 se define administrativamente a la Comisión Nacional de Valores como un organismo federal; se elimina de su Junta de Gobierno a los representantes del sector privado que pasan a formar parte del Comité Consultivo y se fortalecen las funciones del Presidente de la misma. La Junta de Gobierno la integran representantes de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, Secretaría de Industria y Comercio, Banco de México y Comisión Nacional Bancaria y de Seguros.

Las funciones de la Comisión Nacional de Valores, cambiaron radicalmente, al ampliar sus facultades tanto de v

gilancia como de inspección y regulación sobre el mercado de valores, como señala Bernal Molina "el avance importante, ra dica en que se trata de una ley reguladora del mercado de va lores, en tanto que los ordenamientos anteriores sólo eran - de definición de facultades del órgano de la autoridad, señá- lándolos escasamente " (18).

Concretando, las funciones de la Comisión, conforme a la nueva Ley, se incrementaron y la fortalecieron como órgano regulador y de vigilancia del mercado de valores, al -- abarcar los sectores de agentes de valores, bolsas de valores y los emisores de valores no-bancarios. Asimismo, se delimitaron los campos de la competencia de la Comisión Nacional de Valores y la Comisión Nacional Bancaria y de Seguros. A esta última, el Artículo 160 de la Ley General de Instituciones de Crédito y Organizaciones Auxiliares, la faculta para vigilar e inspeccionar a las instituciones de crédito y organizaciones auxiliares y el Artículo 168, señala el derecho que tiene la Comisión para verificar la legalidad tanto de las operacio nes como de la emisión de valores que llevan a cabo dichas - instituciones; no obstante lo anterior todos los valores bancarios son susceptibles de inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y de ofrecerse al público. En

(18) Bernal Molina Julián. Dinámica de la Comisión Nacional de Valores en el período 1970-1976. Pág. 47

otros valores las disposiciones son que: "La Ley regula, en los términos de la misma, la oferta pública de valores, la intermediación en el mercado de éstos, las actividades de las personas que en él intervienen... al régimen que establece la presente Ley para los valores y las actividades relacionadas con ellos, también será aplicable a los documentos, respecto de los cuales se realice oferta pública, que otorguen a sus titulares derechos de crédito, de propiedad o de participación en el capital de personas morales.... se prohíbe la oferta pública de cualquier documento que no sea de los mencionados en este artículo".

Al hacer uso de sus facultades, la Comisión ha captado información financiera de las empresas que se encuentran inscritas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios con el fin de difundirlos entre los participantes del mercado y puedan en esta forma, derivar juicios atinados; asimismo, en lo referente a publicidad de valores la Comisión en base al artículo 5º de la Ley del Mercado de Valores, vigila que no sufra distorsiones y afecten en esta medida las decisiones de los inversionistas.

En lo referente a intermediarios, se dictaron medidas tanto de control interno como externo, como se señaló en el apartado correspondiente, con el fin de mantener un control

y evitar que los fondos obtenidos se desviaran a otros propósitos como se hacia comunmente.

En esta forma, la Comisión trata de crear un mercado integrado donde se puedan concertar transacciones en un ámbito de seguridad y liquidez.

6.- BANCO DE MEXICO Y NACIONAL FINANCIERA

La intervención del Banco de México en el mercado de capitales data de 1925, año en que se creó, a pesar de que funcionaba como banco comercial, interviniendo conservadoramente en el mercado de cambios; a partir de esta fecha hasta 1932 su política se encaminó fundamentalmente a restablecer el crédito externo de que tan urgido estaba el país y procurar prácticas mejores en el mercado de dinero.

Para 1932, se dieron cambios significativos en su política, limitando sus operaciones con el público, suprimiéndose definitivamente las operaciones de depósito, préstamo y descuento, consolidándose como banco central, quedando estructurado como banco de bancos, cámara de compensaciones, etc. De esta manera se reorganizó el defectuoso sistema bancario para coordinarlo con las actividades del Banco Central, como órgano regulador de la moneda y el crédito.

Por lo que toca a su intervención con valores, se marcaron directrices sobre "Servicios de deuda pública dentro y fuera del país; anticipos, préstamos y créditos en cuenta corriente sobre valores de características adecuadas para estas operaciones; suscripción de acciones de instituciones na-

cionales de crédito sin exceder del 10 % del capital de la institución respectiva, ni del 10 % del capital exhibido del banco, previa aprobación de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público; adquisición de bonos, obligaciones u otros títulos semejantes sin exceder del 10 % del capital exhibido del banco y siempre que estuviesen cotizados en bolsas oficiales" (18)

En 1936 se modificó la Ley del Banco de México -- ajustándose las operaciones con valores que se realizaran como regulador del mercado de dinero. Así, las operaciones -- con valores en el mercado abierto eran un instrumento de la política reguladora de la moneda y el crédito; además, se agregó que el banco fijaría los límites a que deberían sujetarse la emisión y circulación de los valores emitidos o garantizados por las instituciones y uniones asociadas.

Cuando en 1941 se volvió a reformar la Ley del Banco de México, se destacó la necesidad de operar a través del mercado de capitales para ajustar adecuadamente las condiciones del mercado de dinero y sus tipos, abriéndose plenamente la autorización para que el Banco pudiese intervenir por compras y ventas de valores en el mercado, salvo acciones, excepción que existía en las leyes anteriores.

(18) Práxedes Reina Hermosillo. Revista de Administración Pública. México 1956, núm. 4 pág. 34-58

De esta manera, se suprimen algunas limitaciones - existentes en la ley anterior, con el fin de realizar en una forma más abierta una política de apoyo a los valores públicos y a los privados, en beneficio de la directriz fundamental de la época; aumentar la capitalización del país, además de la necesidad de canalizar fondos a las actividades productivas. En relación a esta política de apoyo se transcribe un párrafo de la declaración hecha por el Director (19) del Banco. "El Banco sigue dispuesto a apoyar el mercado de valores, cuando las necesidades de promoción industrial o la situación monetaria justifiquen su intervención en este campo y ha persistido en sus esfuerzos de obtener la fácil colocación de valores gubernamentales entre sus asociados y estima haber colaborado con los propósitos de la Secretaría de Hacienda, en el sentido de fortificar el mercado."

Así, el Banco de México llegó a realizar, una función reguladora del mercado de valores, permitiéndole conocer los movimientos del mercado y las necesidades de emisión y circulación de los valores bancarios y de las empresas privadas. Pero a pesar de esto, era necesario el concurso de otros organismos, en este caso fue Nacional Financiera.

(19) Memoria. Informe anual del Banco de México.

Por decreto del 27 de diciembre de 1933 se creó Nacional Financiera, con el fin de promover la inversión del capital en la organización y ampliación de empresas que creasen nuevas fuentes de riqueza y nuevos centros de trabajo; - vigilar y regular el mercado nacional de valores y de créditos a largo plazo; ser el agente para la inversión y colocación de bonos a plazo mayor de un año que realice el Gobierno Federal; encargarse de la negociación, contratación y manejo de créditos a mediano y largo plazo de instituciones extranjeras, privadas, gubernamentales e intergubernamentales; y por último, actuar como fiduciaria, especialmente del Gobierno Federal y de sus dependencias.

Detallando un poco más, las facultades de la institución en relación a la promoción de empresas y para operar con valores, se tiene: de empresas se le otorgaron las siguientes facultades: gozar de preferencia, en igualdad de circunstancias, para obtener concesiones relativas al aprovechamiento de recursos naturales; tomar participaciones o partes de interés en sociedades o entrar en comandita por cuenta propia o ajena; tomar a su cargo por cuenta ajena la administración de toda clase de sociedades, o intervenir en ellas; garantizar a los inversionistas en toda clase de empresas, el pago oportuno de las amortizaciones, intereses o dividendos

convenidos; girar, endosar, aceptar, avalar, o descontar - - efectos de comercio y hacer las demás operaciones de banca, activas o pasivas con las empresas que controlara o administrara, o con aquellas que pertenecieran total o parcialmente a la nación, etc.

Por lo que toca a operaciones con valores, estaba autorizada para: comprar, vender o recibir en depósito, en administración o en garantía, por cuenta propia o ajena títulos o valores de cualquier clase, incluso los que la institución emitiera; hacer sobre ellos operaciones activas o pasivas de préstamo, reporto, opción o anticipo; conceder o tomar opción de compra o de venta sobre valores públicos o privados, nacionales o extranjeros; encargarse de la emisión de acciones, bonos, obligaciones u otros valores, prestando o no su garantía por amortizaciones, intereses o dividendos; emitir obligaciones o certificados de participación; intervenir en la emisión de toda clase de títulos de crédito; suscribir o contratar por cuenta propia o ajena, empréstitos públicos o privados.

Así, con estas características y facultades, la -- institución operaría dentro del mercado, tanto con sus propios recursos como con los ahorros que recogiera por medio - de créditos individuales o colectivos para financiar activi-

dades encaminadas a la producción, principalmente a través de estos procedimientos: otorgamiento de créditos a corto, mediano y largo plazo; apoyo a instituciones financieras en los términos de ley y compra de valores, ya fuesen acciones u obligaciones.

Conforme a la ley reformativa que se promulgó en 1947 las funciones de Nacional Financiera se vieron modificadas en cuanto a los puntos siguientes:

En primer lugar, con respecto a sus funciones de promoción, debería dedicar sus recursos en el futuro, a la creación o fortalecimiento de empresas fundamentales para la economía del país. Le quedó prohibida la compra directa de cédulas o bonos hipotecarios, bonos generales o comerciales y certificados de participación. Además, sus funciones reguladoras de las Bolsas y de otros aspectos del mercado de valores pasaron a la Comisión Nacional de Valores que por decreto se creó en 1946.

La participación actualmente del Banco de México en el mercado de valores es prácticamente técnica, pues sus funciones se han limitado al campo del mercado abierto, con el propósito de regular la circulación monetaria. Nacional Fi-

nanciera por su parte ha reafirmado su posición al aumentar día a día su participación dentro del mercado de valores de renta fija, dejando por un lado los negocios con acciones y aún cuando ha adquirido varias empresas las acciones de hecho se ha congelado en su cartera probablemente porque no son empresas financieramente productivas y los inversionistas no se interesen en ellas. Cabe señalar que en cambio participan del capital de empresas altamente productivas.

CONCLUSIONES

1. Los rasgos del desarrollo económico son; el incremento sostenido del ingreso per-cápita superior al aumento de la población; la distribución equitativa del ingreso y la elevación de los niveles de vida de las clases populares; el empleo racional de los factores de producción, existiendo de tal forma una transformación de gran significado en la estructura económica social y política.

2. Si el desarrollo económico implica aumentar la capacidad productiva y para ello se requiere destinar crecientes recursos a la formación de capital, es necesario contar con un mecanismo adecuado que pueda canalizar el volumen de ahorro, hacia las inversiones cuya productividad sea mayor.

3. Uno de los principales obstáculos al que se enfrentan los países en vías de desarrollo es la escasez de recursos internos para la formación de capital. Esta acumulación

es necesaria en el orden de facilitar herramientas de trabajo, para una población siempre creciente y estimular la actividad económica en general. Es frecuente que una situación de carencia de capitales crónica obliga a los países a utilizar financiamiento externo por lo común desventajoso, ya sea en forma de crédito o inversión directa.

4. La proporción entre el producto nacional bruto y la inversión en los países subdesarrollados se caracteriza por ser muy baja, por lo que resulta indispensable incrementar la tasa de crecimiento de la formación de capital para aprovechar los recursos con que cuenta el país.

5. La necesidad de hallar recursos financieros en adecuado monto a costo razonable y sobre todo sin ataduras, - constituye uno de los problemas más urgentes a resolver por - los países en vías de desarrollo para poder lograr en cierta forma su independencia económica y en algunos casos, política.

6. Se puede afirmar que el mercado financiero es - aquél en el que se manifiestan negociaciones de activos financieros de toda índole.

7. Se hace imprescindible propugnar por el fortalecimiento del mercado financiero, pues constituye un medio fundamental para canalizar el ahorro hacia la inversión productiva.

8. La función primordial del mercado de dinero es el promover fondos que faciliten el movimiento de bienes y servicios de la comunidad; si ésto se enfoca a la empresa, son todas las operaciones que le permiten el financiamiento del capital de trabajo. Lo más común es que los fondos se contraten a corto plazo pues sirve para financiar el ciclo comercial o de producción.

9. El mercado de capitales en sentido amplio, se conoce como el mecanismo mediante el cual se ponen en contacto la oferta y la demanda de recursos financieros, básicamente para financiar la inversión. Los recursos obtenidos son susceptibles de emplearse en la creación, ampliación y renovación del capital fijo.

10. En la realidad es muy difícil delimitar con exactitud las operaciones correspondientes a cada uno de los mercados financieros, ya que se encuentran estrechamente vinculados. La distinción tradicional entre banca de inversión y banca comercial tampoco tiene una validez absoluta.

11. El precio del crédito, siempre se enfoca como un porcentaje de la suma prestada y se conoce como tasa de interés. Cada instrumento financiero, tiene una tasa de interés específica que teóricamente está en función del riesgo, es decir, que cada mercado establece su propia tasa de interés.

12. El destino que se les da a los ingresos que no se consumen, obedece generalmente a motivos como relacionados con la preferencia por la liquidez, el rendimiento y la seguridad relativa de cada activo y posiblemente son los más importa^{ntes} a largo plazo. Así el que los ahorradores adquieran una parte proporcionalmente pequeña de activos financieros, refleja el poco atractivo que éstos representan, comparados con otras formas de riqueza.

13. Entre las principales causas que han frenado el desarrollo del mercado de capitales en los países atrasados se cuentan: los tradicionales hábitos de inversión ya que se destinan grandes cantidades de recursos financieros a bienes superfluos a bienes raíces o a la inversión en el extranjero. En otras palabras el excedente económico que se genera, se canaliza hacia activos de muy diversas clases que no se agregan a la riqueza de la sociedad, sino que toman cuerpo como consumo excesivo de la misma.

14. En México, desde 1940 a la fecha se ha presentado una expansión espectacular de la banca. El sistema bancario está constituido por dos sectores; el oficial y el privado; al oficial pertenecen las instituciones nacionales de crédito y en el privado se encuentran seis tipos de instituciones y organizaciones auxiliares de crédito. Actualmente se está organizando la "banca múltiple".

15. La estructura del mercado de valores, presenta un claro predominio de activos financieros de renta fija, con un alto grado de liquidez, por lo tanto, se requiere estimular tanto la oferta como la demanda de valores de renta variable para que sea posible un dinámico y verdadero mercado de valores.

16. Las operaciones con valores se realizan básicamente en dos mercados: dentro de bolsa y fuera de ella. El propósito fundamental de ambos mercados es la obtención de recursos financieros mediante la compra-venta de valores.

17. Las operaciones con valores en México, datan - aproximadamente de 1880, año en que se empezaron a negociar - títulos de empresas particulares a las ramas económicas de mayor crecimiento como la minería, la industria del papel, los

textiles y los ferrocarriles.

18. El interés del Estado por preservar este sector financiero ha sido manifiesto desde 1907, pero bien puede tomarse de referencia el año de 1932 para considerarlo el inicio de la vida bursátil en México, ya que la Ley Bancaria de ese año, permitió que en 1933 se considerara a la bolsa como una parte del sistema bancario.

19. La oferta de acciones se limita porque las empresas pertenecen a grupos cerrados, que se resisten a compartir su propiedad. Temen la pérdida del control absoluto, lo que se comprueba con el hecho de que el número de las acciones colocadas en el público es inferior al requerido para que exista un consejero minoritario que pueda interferir en las decisiones o políticas de la empresa.

20. Otra limitante en la oferta accionaria es que, a las empresas les es más atractivo y favorable el financiarse a través de capital ajeno en lugar de hacerlo por medio de la emisión de acciones, ya que conforme a la estructura del sistema fiscal el costo del dinero (interés) es deducible a efectos fiscales, mientras que los dividendos no lo son.

21. Otro factor muy importante al que se enfrenta - la oferta de acciones es la competitividad con otros activos financieros que reportan beneficios mayores. De las acciones - que se cotizan en la Bolsa, más del 50% reportan un rendimiento de menos del 5% sobre su precio y el resto reporta un beneficio entre el 5% y 10%. Resulta claro que es menor al que - reportan otros títulos.

22. Aparte de que no todas las empresas que tienen autorización de oferta pública de sus acciones presentan una rentabilidad atractiva, muchas siguen una política de auto-financiamiento que a veces es incompatible con los planes o in-terés de los inversionistas.

23. Entre los problemas a que se enfrenta la deman-da de acciones destaca la actitud de la mayoría de los inver-sionistas de preferir activos financieros de elevada liquidez y seguridad. Esto en gran medida se debe a una falta de congcimiento de los mecanismos financieros existentes, aunado a - que en la minoría que participa en el mercado prevalece el espíritu de especulación, lo que conlleva a una falta de con-fianza en este tipo de inversión.

24. Por otra parte, el endeudamiento excesivo de las empresas es el resultado de la incapacidad del mercado para absorber la colocación de acciones. Es evidente que este mercado se debe instrumentar para que en el futuro no acontezca lo que actualmente está pasando con las empresas que se financiaron con dólares y a las que la devaluación afectó en su estructura financiera, provocando no solamente pérdidas privadas sino también sociales, debido a la forma en que se tendría que resolver el problema.

25. Para evitar en el futuro situaciones como la anterior sería conveniente que las empresas opten por fortalecer su capital propio y dar participación a un mayor número de accionistas. Claro está que también cabe la posibilidad de que las empresas afectadas recurran a solicitar recursos del gobierno para financiarse o que el gobierno incrementara su participación en las industrias, por medio de la tenencia de acciones.

26. El interés del Estado para fomentar el mercado de valores ha sido evidente desde tiempo atrás, cuando se dictaron medidas tendientes a evitar la especulación con valores, lograr una mayor canalización de recursos, crear órganos administrativos y de promoción como la Comisión Nacional de Valores y conceder facultades relativas a la materia al Banco de México, Nacional Financiera y otros Bancos Nacionales.

27. Lo más actual y relevante por lo que hace al fomento de las transacciones bursátiles es la Ley del Mercado de Valores, que ha permitido establecer nuevas relaciones entre el Estado y los particulares. Para ello se implantaron algunas disposiciones y reglamentos generales relacionados con los emisores y con los intermediarios.

28. Las disposiciones relativas a agentes o intermediarios desde el punto de vista económico, se aprecia que no han sido del todo útiles, puesto que no enfocaron el problema desde su origen y al parecer no se hicieron consideraciones dentro de un marco económico general. De ahí que sus actividades tiendan a un mercado monopsónico.

29. Cabe señalar que aún cuando el valor total operado con acciones en Bolsa se ha incrementado, entre 1975 y 1976 alrededor del 45%, el número de empresas inscritas en ella es raquítico, por lo que pretender señalar que lo que ahí acontece es reflejo fiel de la actividad económica resulta erróneo.

30. Las medidas tomadas en forma conjunta por la Comisión Nacional de Valores y la Bolsa, con el fin de dotar al mercado de valores de un sistema de computación, que abarque

técnicas de operación, registro centralizado de valores y banco de datos de las empresas inscritas, para que funcione a la altura de los mercados más avanzados del mundo y se puedan concertar operaciones a lo largo y lo ancho del país en forma instantánea, resultan un poco exagerado y fuera de tiempo.

31. Es definitivo, por supuesto, que este tipo de medidas son imprescindibles pero no para nuestro raquítico mercado porque primero deberíamos agilizarlo y fortalecerlo y posteriormente sofisticar los mecanismos.

32. A pesar de que existen controvertidas opiniones acerca de la necesidad de contar con un mercado de valores - para financiar el desarrollo del país, el Estado ha diseñado medidas tendientes a estructurarlo, pero hasta la fecha no han tenido el éxito esperado. Sin embargo, el abandonar la idea de contar con él y buscar otros medios de financiamiento más factibles y adecuados, o bien, continuar empeñados en su desarrollo, no deja de ser en ambos casos, un reto a la economía.

A P E N D I C E

E S T A D I S T I C O

CUADRO I

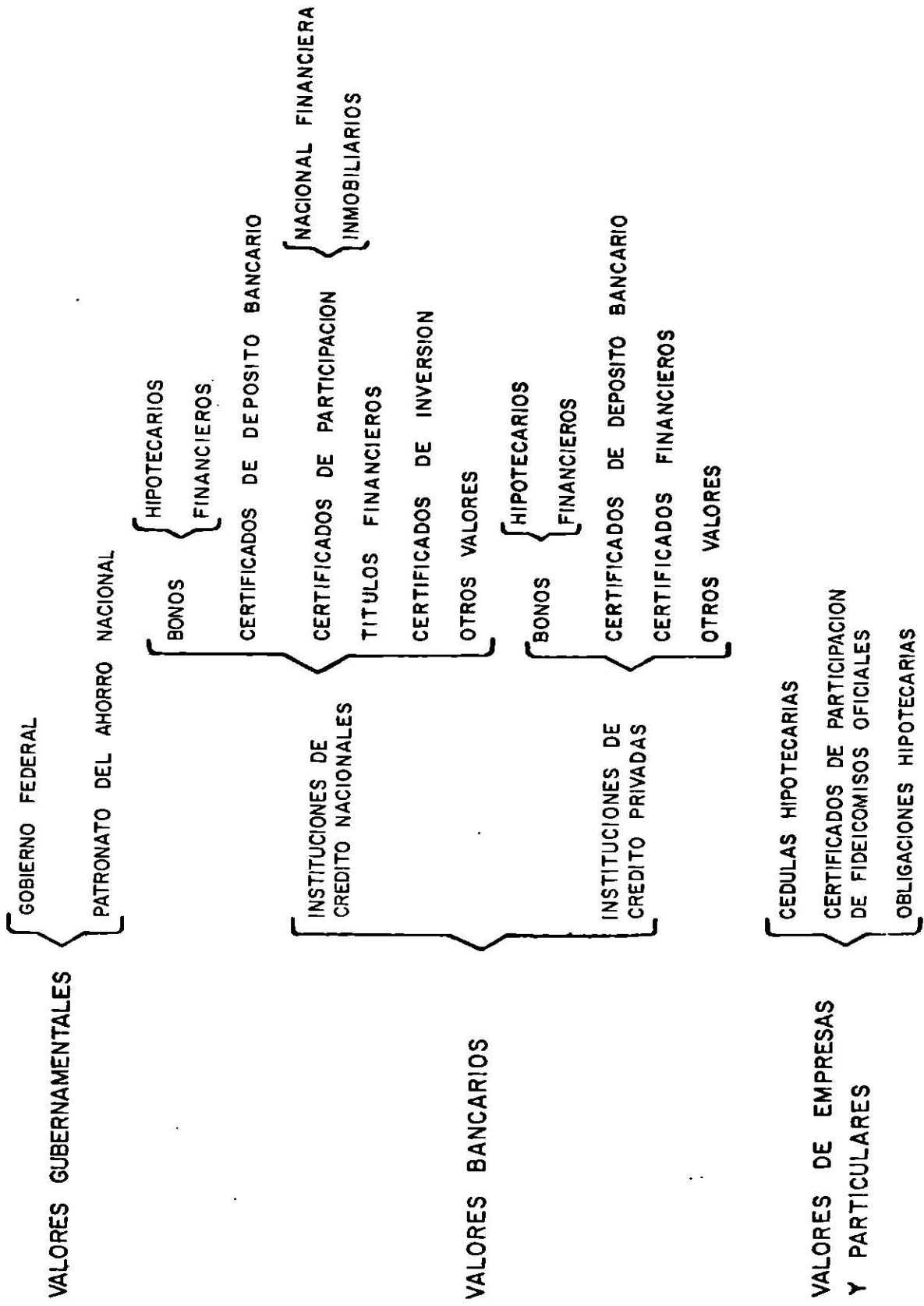
PARTICIPACION DEL AHORRO EN EL PRODUCTO INTERNO BRUTO 1950-1973

AÑOS	AHORRO INTERNO (MILLONES DE PESOS CORRIENTES)	INCREMENTO PORCENTUAL	PRODUCTO INTERNO BRU- TO (A PRECIOS CO- RRIENTES)	RELACION DE AHORRO A PRODUCTO INTERNO BRUTO
1950	4,735	-	40,577	11.66
1951	4,350	8.14	52,311	8.33
1952	7,052	62.11	58,643	12.02
1953	5,711	19.02	58,437	9.77
1954	8,944	56.61	71,540	12.50
1955	12,503	39.79	87,349	14.31
1956	14,366	14.90	99,323	14.46
1957	12,606	12.26	114,225	11.03
1958	12,442	1.31	127,152	9.78
1959	14,103	13.34	136,200	10.35
1960	19,098	35.41	150,511	12.70
1961	19,168	0.36	163,265	11.74
1962	19,118	0.27	176,030	10.86
1963	26,438	38.28	195,983	13.48
1964	32,063	21.27	231,370	13.85
1965	34,667	8.12	252,028	13.75
1966	44,634	28.75	280,090	15.93
1967	45,509	1.95	306,317	14.85
1968	48,791 (*)	7.21	339,145	14.38
1969	56,413 (*)	15.62	374,900	15.04
1970	68,373 (*)	21.20	418,700	16.32
1971	73,843 (*)	8.00	452,400	16.24
1972	84,673 (*)	14.66	512,300	16.52
1973	105,311 (*)	24.37	619,600	17.00

Fuente: "Cuentas Nacionales y Acervo de capital, consolidados y por tipo de actividad económica", 1950.-
1967. Banco de México. Informes anuales del Banco de México 1965 y 1975.

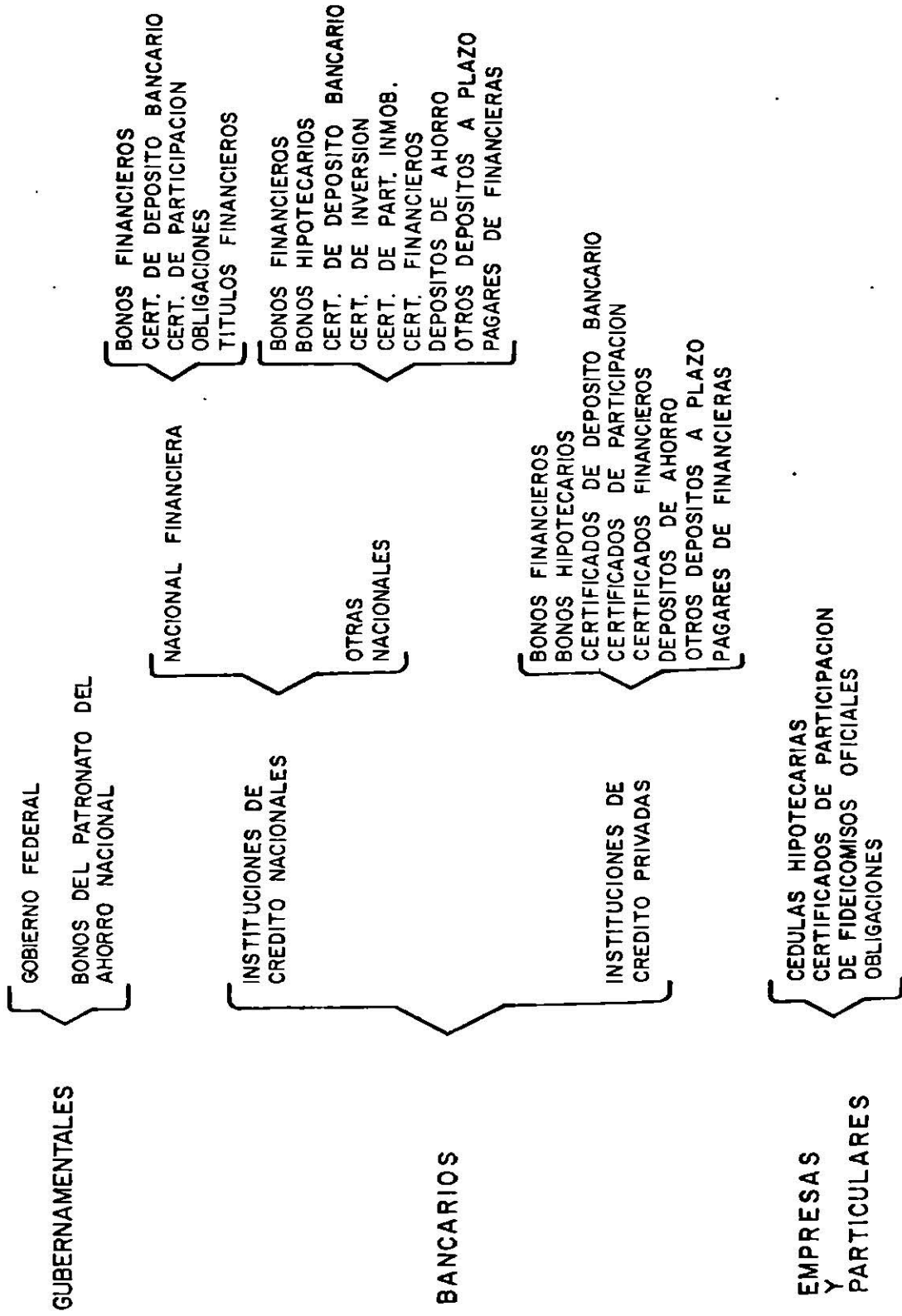
Nota: (*) Cifras calculadas.

CLASIFICACION DE VALORES DEL BANCO DE MEXICO DE ACUERDO DE ACUERDO CON SU CIRCULACION



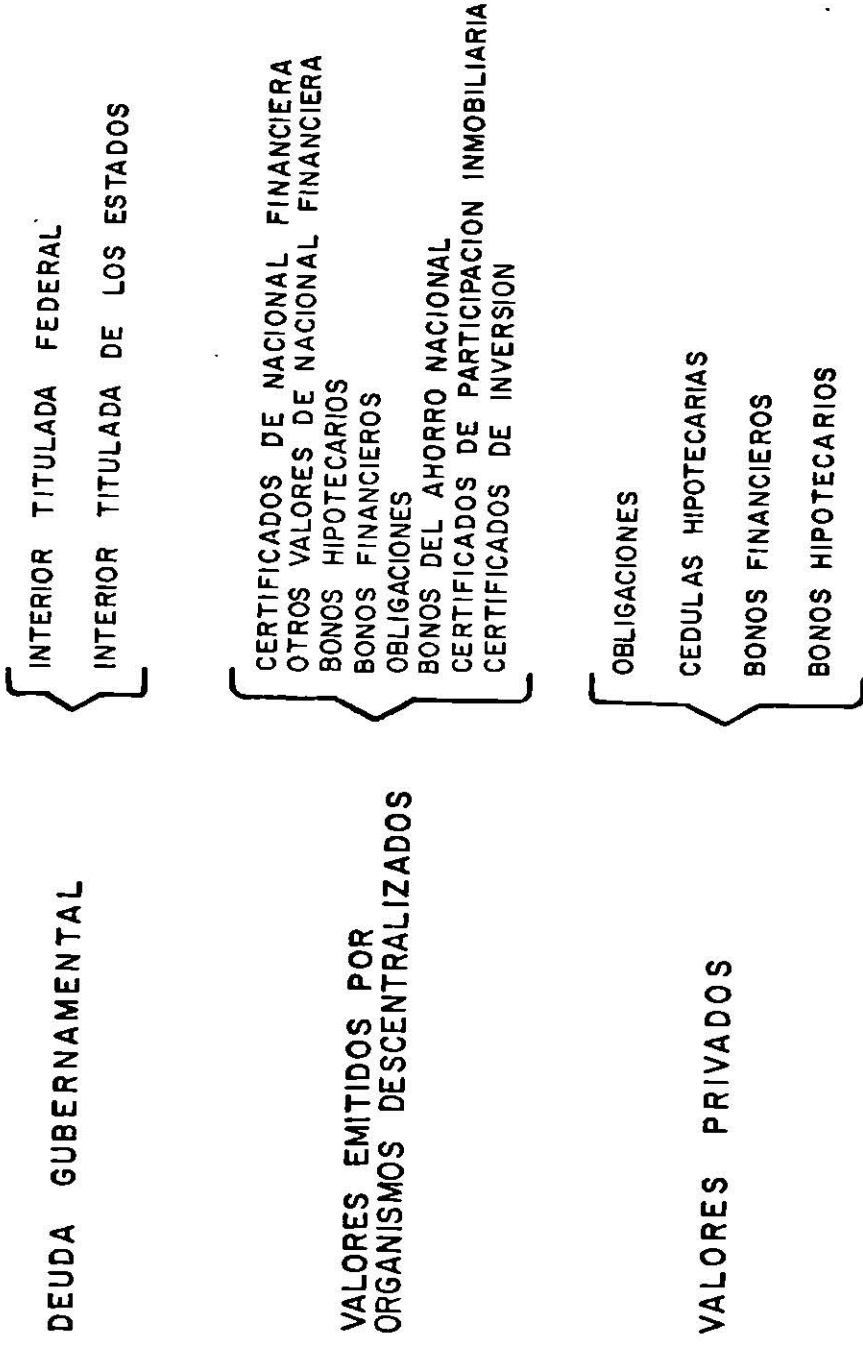
FUENTE: Indicadores Económicos Banco de México, S. A.
Diseño del autor.

CLASIFICACION DE VALORES DEL BANCO DE MEXICO DE ACUERDO A SU TENENCIA



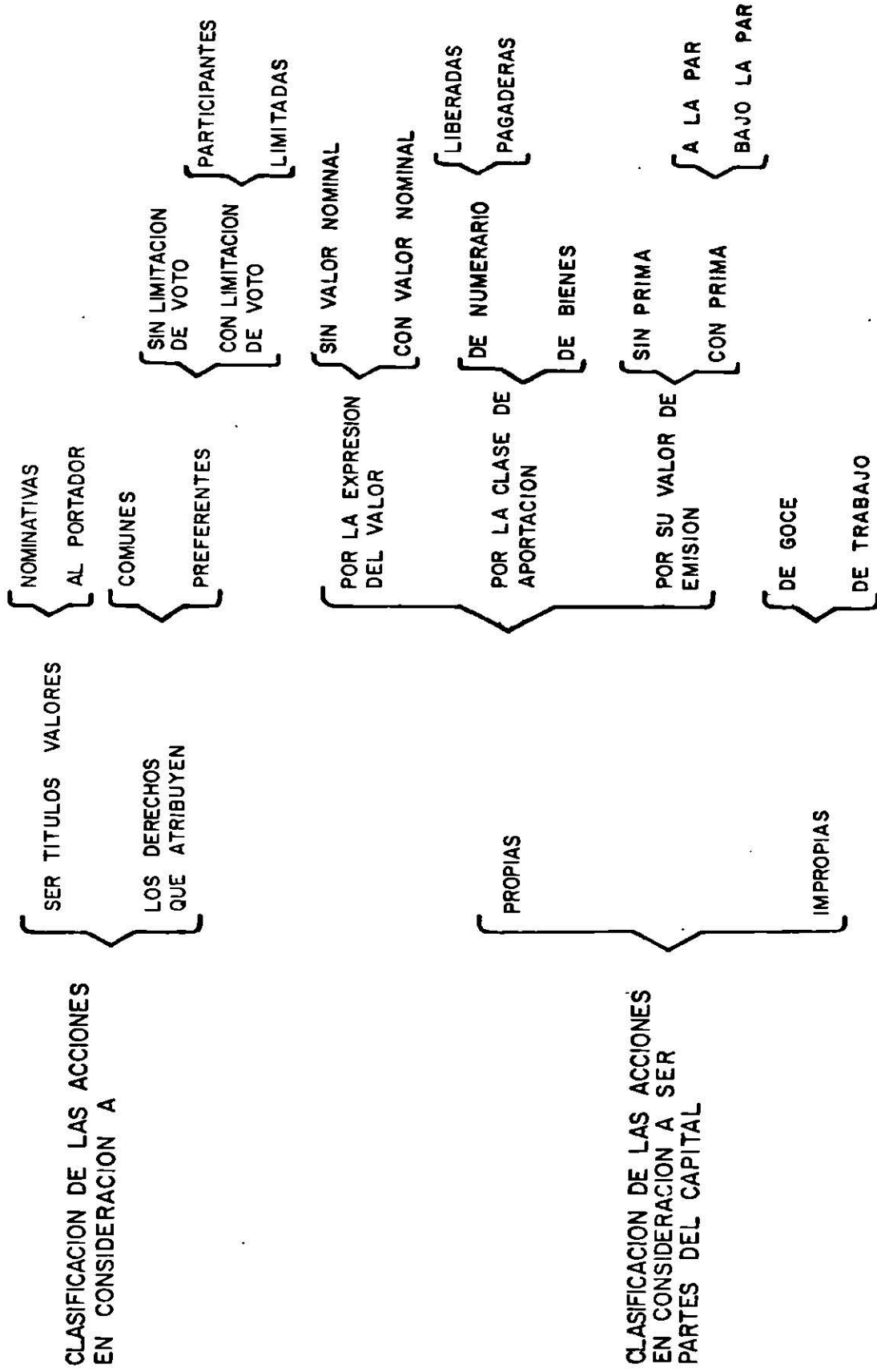
FUENTE: Indicadores Económicos. Banco de México, S. A.
Diseño del autor.

CLASIFICACION DE VALORES DE LA COMISION NACIONAL DE VALORES



FUENTE: Comisión Nacional de Valores. Departamento de Estudios Económicos.
Diseño del autor.

CLASIFICACION DE VALORES DE RENTA VARIABLE DESDE EL PUNTO DE VISTA LEGAL



CUADRO VI

BURSATILIDAD DE LAS EMPRESAS INSCRITAS EN LA BOLSA MEXICANA DE VALORES

- 1 9 7 5 -

S E C T O R	EMPRESAS INSCRITAS	EMPRESAS OPERADAS	PORCIENTO
INDUSTRIAL, COMERCIAL Y SERVICIOS	182	97	53
BANCOS	140	43	31
SEGUROS	37	7	22
FIANZAS	11	3	27
SOCS. DE' INVERSION	4	2	50
T O T A L	374	152	41

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores, S. A. de C. V. y Comisión Nacional de Valores.

CUADRO VII

OPERACIONES EN LA BOLSA DE VALORES DE MEXICO 1960-1976

- Millones de pesos -

AÑOS Y MESES	TOTAL	RENTA VARIABLE	RENTA FIJA		BONOS DEL B. I. R. F.
			SUMA	PUBLICOS	
1960	5,103.7	159.1	4,944.6	2,292.3	-
1961	7,768.7	134.5	7,634.2	4,253.0	-
1962	19,406.6	113.1	19,293.5	14,165.2	1,772.5
1963	25,385.9	217.0	25,168.9	16,578.0	2,860.9
1964	26,151.0	1,279.5	24,871.5	10,706.7	2,136.6
1965	21,415.0	1,424.3	19,990.7	4,828.6	-
1966	23,062.7	1,411.4	21,651.3	3,126.6	-
1967	22,540.8	1,330.8	21,209.4	3,861.9	0.6 *
1968	27,972.8	1,590.9	26,372.6	8,556.4	9.2 *
1969	35,236.3	1,297.4	33,937.7	9,738.2	1.2 *
1970	33,752.5	722.2	33,030.3	8,014.8	-
1971	38,864.8	830.5	38,034.1	9,480.3	0.2 *
1972	55,620.7	1,660.6	53,960.0	6,460.5	0.1 *
1973	75,389.2	2,494.3	72,894.9	9,475.8	-
1974	96,350.8	2,538.4	93,804.5	11,350.3	7.9 *
1975	113,615.6	3,684.6	109,931.0	16,733.9	-
1976					
Ene.	9,224.9	554.1	8,690.8	1,978.8	6,712.0
Feb.	8,190.3	368.7	7,821.6	2,021.4	5,800.2
Mzo.	9,547.2	577.7	8,969.5	2,358.3	6,611.2
Abr.	9,320.1	538.8	8,781.3	2,760.8	6,020.5
May.	9,605.4	406.9	9,198.5	2,963.0	6,235.5
Jun.	10,201.8	541.0	9,660.8	2,186.2	7,474.6
Jul.	10,204.9	475.6	9,729.3	1,968.5	7,760.8
Agto.	11,129.9	428.0	10,701.9	2,288.8	8,413.1
Sep.	13,443.9	854.1	12,589.8	2,155.1	10,434.7
Oct.	14,190.3	361.4	13,828.9	2,959.2	10,869.7

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores, S. A. de C. V. y Comisión Nacional de Valores.

Nota: (*) Oro amonedado.

CUADRO VIII

MEXICO: OPERACIONES EN LA BOLSA DE VALORES DE MONTERREY 1961-1975

- Millones de pesos -

AÑOS	TOTAL	RENTA VARIABLE	SUMA	RENTA		F I J A
				PUBLICOS	PRIVADOS	
1961	112.2	2.9	109.3	5.6	103.7	
1962	203.6	0.2	203.4	-	203.4	
1963	51.5	0.8	50.7	1.5	49.2	
1964	172.4	5.4	157.0	3.3	163.7	
1965	796.2	20.2	776.0	0.1	775.9	
1966	1,384.4	41.4	1,343.0	2.1	1,340.9	
1967	1,518.7	77.6	1,441.1	-	1,441.1	
1968	2,410.4	84.9	2,325.5	-	2,325.5	
1969	3,192.6	102.7	3,089.9	-	3,089.9	
1970	3,693.0	83.9	3,609.1	-	3,609.1	
1971	5,599.9	44.5	5,555.4	-	5,555.4	
1972	8,460.4	161.7	8,298.7	-	8,298.7	
1973	14,343.8	285.1	14,058.7	-	14,058.7	
1974	26,015.3	619.3	25,396.0	2.0	25,394.0	
1975	39,288.2	872.6	38,415.6	3.0	38,412.6	

Fuente: Bolsa de Valores de Monterrey, S. A. de C. V. y Comisión Nacional de Valores.

CUADRO IX

MEXICO: OPERACIONES EN LA BOLSA DE VALORES DE GUADALAJARA 1961-1975

- Miles de pesos -

AÑOS	TOTAL	RENTA VARIABLE	RENTA FIJA			ORO AMONEDADO
			SUMA	PUBLICOS	PRIVADOS	
1961	6,162	1,058	5,104	-	5,104	-
1962	11,480	1,197	10,283	177	10,106	-
1963	33,287	9,571	23,536	1,913	21,623	-
1964	37,093	15,877	21,216	2,526	18,690	-
1965	65,816	22,924	42,892	9,277	33,615	-
1966	72,857	18,632	54,225	481	53,744	-
1967	204,813	32,041	172,772	29,664	143,108	-
1968	524,872	57,630	567,242	245,560	321,682	-
1969	1,316,819	51,770	1,265,049	39,659	1,225,390	-
1970	1,957,819	26,642	1,931,177	-	1,931,177	-
1971	3,569,827	25,233	3,544,594	-	3,544,594	-
1972	4,398,574	24,977	4,373,597	-	4,373,597	-
1973	10,988,077	23,472	10,964,605	-	10,964,605	-
1974	11,633,503	77,065	11,556,014	2,908	11,553,106	424
1975	15,174,897	233,123	14,941,774	1,602	14,940,172	-

Fuente: Bolsa de Valores de Guadalajara, S. A. de C. V. y Comisión Nacional de Valores.

CUADRO X

OPERACIONES EN LA BOLSA MEXICANA DE VALORES POR CLASES DE VALORES 1975-1976

- Millones de Pesos -

CLASES	1 9 7 5		1 9 7 6	
	MONTO	%	ENERO - MONTO	OCTUBRE %
<u>TOTALES</u>	<u>113,615.6</u>	<u>100.0</u>	<u>105,078.7</u>	<u>100.0</u>
a) <u>Renta Variable</u>	<u>3,684.6</u>	<u>3.3</u>	<u>5,106.3</u>	<u>4.8</u>
1) <u>Acciones</u>	<u>3,684.6</u>	<u>3.3</u>	<u>5,106.3</u>	<u>4.8</u>
Industriales	1,583.5	1.4	2,292.9	2.2
Servicios	876.7	0.8	1,348.4	1.2
Bancarias	629.5	0.5	994.2	0.9
Comerciales	161.6	0.1	265.3	0.3
Mineras	403.3	0.4	145.9	0.2
Seguros	28.9	0.1	52.2	0.0
Socs. de Inv.	1.1	0.0	1.2	0.0
Fianzas	*	0.0	6.2	0.0
b) <u>Renta Fija</u>	<u>109,931.0</u>	<u>96.7</u>	<u>99,972.4</u>	<u>95.2</u>
Bonos Financieros	47,665.5	41.9	23,469.7	22.4
Bonos Hipotecarios	42,670.7	37.6	45,712.1	43.6
Cédulas Hipotecarias	2,857.9	2.5	6,542.3	6.3
Cert. de Part.	4,338.4	3.8	4,489.2	4.2
Títulos Financieros	5,921.8	5.3	10,353.3	9.8
Cert. de Part. Inmob.	6,198.2	5.4	8,352.5	7.9
Obligaciones Ind.	275.5	0.2	1,053.3	1.0
Cert. de Depósito	3.0	0.0	-	-

FUENTE: Bolsa Mexicana de Valores, S. A. de C. V. y Comisión Nacional de Valores.

Nota: (*) Menor que 0.05 millones de pesos.

CUADRO XI

OPERACIONES TOTALES DE LAS EMPRESAS MAS ACTIVAS
EN LA BOLSA MEXICANA DE VALORES 1975-1976

- Miles de pesos -

E M P R E S A S	<u>1 9 7 5</u> MONTO	<u>1 9 7 6</u> ENERO-OCTUBRE MONTO
T O T A L E S =====	3.684,817 =====	5,106,456 =====
Altos Hornos de México	88,825	88,709
Aluminio	17,565	69,863
Cigarros La Tabacalera Mexicana	9,619	34,302
Celanese Mexicana	91,218	147,843
Industria de Telecomunicaciones	5,756	38,537
Cementos Tolteca	25,028	22,838
Cervecería Moctezuma	46,740	30,211
Cía. de las F. de P. Sn. Rafael y A.	102,630	47,868
Cía. Mexicana de Aviación	12,781	75,628
Cía. Minera Autlán	29,257	17,050
Celulosa de Chihuahua	84,139	15,522
Cydsa	17,667	66,324
DESC Soc. de Fomento Industrial	184,125	146,252
El Palacio de Hierro	12,198	13,843
El Puerto de Liverpool	67,745	90,476
Eaton Manufacturera	14,608	37,654
Empresas La Moderna	32,487	46,762
Fcas. de Papel Loreto y Peña Pobre	10,831	25,801
Fundidora Monterrey	111,331	43,845
Fundidora de Aceros Tepeyac	11,371	48,864
General Electric de México	*	14,765
Industrial Minera México	59,209	83,914
Industrias Resistol	41,917	55,457
Industrias Peñoles	59,235	82,673
Kimberly Clark de México	91,531	201,771
I E M	13,830	30,833
Martell de México	47,866	87,397
Minas de San Luis	14,807	20,944
Minera Frisco	237,173	14,529
Motores y Refacciones	6,808	20,621
Negromex	22,628	57,903
Paris Londres	53,869	83,078
Sanborn Hermanos	31,206	77,258
Spicer	25,931	49,418
Teléfonos de México	856,051	1.270,931
Tubos de Acero de México	16,356	46,445
Union Carbide Mexicana	54,674	65,703
Nacional Financiera	97,692	167,930
Banco Nacional de México	268,686	353,404
Financiera Bancomer	47,154	69,906
Otras	662,272	1.143,384

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores, S. A. de C. V. y Comisión Nal. de Valores

Nota: (*) Menor que 50 mil pesos.

CUADRO XII

VALOR DE LAS OPERACIONES CON VALORES DE RENTA FIJA POR EMISORES EN LA
BOLSA MEXICANA DE VALORES 1975-1976

- Millones de pesos -

E M I S O R E S	1 9 7 5	1 9 7 6 ENERO-OCTUBRE
<u>T O T A L E S</u>	<u>109,931.0</u>	<u>99,972.4</u>
Financiera Comermex	24,227.2	-
Crédito Hipotecario	8,942.3	9,770.4
Banco de Cédulas Hipotecarias	10,779.4	10,880.4
Hipotecaria Bancomer	14,690.7	18,481.8
Nacional Financiera	10,260.5	14,841.6
Bco. Nal. de Obras y Serv. Púb.	6,198.0	8,352.5
Hipotecaria Internacional	4,683.2	2,501.4
Financiera Banamex	3,020.3	379.3
Soc. Mex. de Créd. Ind.	12,959.9	12,045.5
Financiera Nacional Azucarera	1,435.7	2.2
Financiera Anáhuac	4,049.5	4,763.8
Asociación Hipotecaria Mexicana	1,662.1	890.5
Financiera Metropolitana	1,975.8	2,400.9
General Hipotecaria	1,160.9	1,702.6
Hipotecaria Serfin	3,609.9	8,027.7
Teléfonos de México	248.6	395.2
Pemex	10.0	50.0
Hojalata y Lámina	*	53.3
Nylon de México	*	35.5
Vidriera Los Reyes	*	80.7
Vidriera Monterrey	*	124.5
Cristales Mexicanos	*	76.7
Vidriera México	*	81.0
Otros	17.0	4,034.9

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores, S. A. de C. V. y Comisión Nacional de Valores.

Nota: (*) Se cotizaban en la Bolsa de Valores de Monterrey.

EMISIONES MAS ACTIVAS EN LA BOLSA MEXICANA DE VALORES

E M I S I O N E S	1 9 7 5					1 9 7 6				
	VOLUMEN OPERADO	VALOR DE LAS OPERACIONES (Miles de Pesos)	VOLUMEN OPERADO	VALOR DE LAS OPERACIONES (Miles de Pesos)	VOLUMEN OPERADO	VALOR DE LAS OPERACIONES (Miles de pesos)	VOLUMEN OPERADO	VALOR DE LAS OPERACIONES (Miles de pesos)	VOLUMEN OPERADO	VALOR DE LAS OPERACIONES (Miles de pesos)
Altos Hornos de México "A"	419,883	44,508	515,185	55,870						
Aluminio "A" *	531,125	17,565	1,202,231	69,866						
Celanese Mexicana "A" *	793,674	86,708	1,112,595	147,840						
Cementos Tolteca	307,748	22,421	299,723	22,551						
Cervecería Moctezuma	266,305	35,266	189,193	28,397						
Cía. Mexicana de Aviación *	267,983	12,778	1,412,334	75,050						
Cía. Minera Autlán "B" *	205,064	29,152	66,868	14,984						
DESC Sociedad de Fomento Ind. "B" *	2,136,275	135,721	1,849,820	141,801						
Eaton Manufacturera "A"	360,888	14,478	628,842	37,608						
El Puerto de Liverpool	358,759	65,024	333,349	86,078						
Empresas La Moderna "A" *	578,273	32,487	865,599	46,766						
Cía. de las F. de P. Sn. Rafael y A.	481,366	37,248	410,802	20,357						
Fundidora de Aceros Tepeyac	108,061	10,431	253,217	48,259						
Fundidora Monterrey	1,375,900	96,328	739,581	37,464						
Industrial Minera México "A" *	473,637	59,208	768,862	83,913						
Industrias Peñoles "A" *	224,627	48,932	280,048	73,662						
Industrias Resistol "A" *	190,703	38,517	234,569	54,646						
Kimberly Clark de México	704,142	85,528	1,070,950	195,067						
Martell de México	975,125	52,564	1,329,800	83,043						
Negromex "A" *	262,096	22,697	404,916	54,526						
París Londres	790,910	48,470	1,573,763	80,516						
Sanborn Hermanos	266,516	30,174	396,786	71,613						
Spicer "A" *	641,780	24,932	850,011	50,480						
Teléfonos de México	9,289,885	856,051	14,095,750	1,341,086						
Tubos de Acero de México "A"	462,853	16,353	980,440	45,788						
Union Carbide Mexicana "A"	1,049,372	48,661	842,279	56,757						
Banco Nacional de México	2,300,758	234,842	2,470,996	336,215						
Financiera Bancomer	303,618	39,308	489,388	70,074						
Nacional Financiera	909,194	97,692	1,581,606	165,829						
S U M A S :	26,536,380	2,344,044	37,249,503	3,596,606						
TOTAL OPERADO EN BOLSA:	40,066,725	3,679,271	51,309,774	5,106,400						

FUENTE: Bolsa Mexicana de Valores, S. A. de C. V. y Comisión Nacional de Valores.

CUADRO XIV

MEXICO: MONTO DE LA DEUDA INTERNA TOTAL REPRESENTADA POR VALORES DE RENTA FIJA 1973-1976

- Millones de pesos -

C O N C E P T O S	1 9 7 3	1 9 7 4	1 9 7 5	1 9 7 6
				JUNIO
<u>T O T A L</u>	<u>170,069.9</u>	<u>161,513.4</u>	<u>223,128.7</u>	<u>220,746.7</u>
<u>Deuda Gubernamental</u>	<u>73,426.4</u>	<u>68,801.2</u>	<u>116,111.7</u>	<u>112,495.7</u>
Interior Titulada Federal	73,395.6	68,772.9	116,086.7	112,471.4
Interior Titulada de los Estados	30.8	28.3	25.7	24.3
<u>Valores Emitidos por Organismos Descentralizados</u>	<u>32,947.5</u>	<u>30,142.9</u>	<u>34,108.2</u>	<u>35,786.0</u>
Certificados de Nafinsa	2,135.0	2,135.0	4,135.0	4,335.0
Otros Valores de Nafinsa	11,865.4	8,502.3	9,270.7	9,428.6
Bonos Hipotecarios	7,271.0	6,827.8	7,605.5	8,073.2
Bonos Financieros	1,702.6	2,330.5	1,874.3	2,058.8
Obligaciones	3,610.3	4,095.1	4,516.8	4,516.2
Bonos del Ahorro Nacional (1)	3,923.2	4,252.2	4,945.9	5,334.2
Cert. de Part. Inmob.	1,500.0	1,100.0	900.0	800.0
Certificados de Inversión	940.0	900.0	860.0	1,240.0
<u>Valores Privados</u>	<u>63,696.0</u>	<u>62,569.3</u>	<u>72,908.8</u>	<u>72,465.0</u>
Obligaciones	3,400.7	3,179.5	2,872.2	2,831.6
Cédulas Hipotecarias	758.6	530.5	338.6	274.1
Bonos Financieros	35,787.2	38,059.6	47,212.7	47,283.1
Bonos Hipotecarios	23,749.5	20,799.7	22,485.3	22,076.2
<u>Certificados Financieros (2)</u>	<u>4,690.6</u>	<u>3,107.4</u>	<u>2,269.3</u>	<u>1,902.8</u>

Fuentes: Secretaría de Hacienda y Crédito Público, Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos, Nacional Financiera, Comisión Nacional Bancaria y de Seguros, Patronato del Ahorro Nacional y Comisión Nacional de Valores.

Notas: (1) Se considera el interés capitalizado de los bonos del 7.1773 %.

(2) No se consideran en el total.

BIBLIOGRAFIA CONSULTADA

Adelman, Irma: El Desarrollo Económico. Fondo de Cultura Económica, 1974.

Arnaudo, Aldo A.: Economía Monetaria. Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, 1972.

Banco de México: Indicadores Económicos. Vol. IV. No. 10 Septiembre, 1976.

————— Informe Anual 1975. México, 1976.

Baran, A. Paul: La Economía Política del Crecimiento. Fondo de Cultura Económica, 1961.

Barre, Raymond: El Desarrollo Económico. Fondo de Cultura Económica, 1964.

Basch, Antonin: Análisis de los Mercados Latinoamericanos de Capitales. Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, 1969.

Bernal Molina, Julián: "Dinámica de la Comisión Nacional de Valores en el período 1970-1976". Suplemento de la Revista Comercio Exterior. Vol. 26 No. 8 Agosto, 1976.

Beteta, Mario Ramón: El Sistema Bancario Mexicano y el Banco Central. México: Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, 1964.

Bolsa de Valores de México, S. A. de C. V.: ¿Qué es la Bolsa de Valores?

Bolsa de Valores de Monterrey, S. A. de C. V.: Monterrey Financiero. Varios.

Bravo Aguilera, Luis: El Mercado de Capitales en México. México: Impresores Unidos, 1958.

Brothers, Dwight y Leopoldo Solís M.: Evolución Financiera en México. Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, 1967.

Campos Andapia, Antonio: Teoría de la Intermediación Financiera y las Sociedades Financieras Privadas Mexicanas. Universidad Nacional Autónoma de México, 1962.

Caso Bercht, Jorge: El Mercado de Acciones en México. Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, 1971.

———— Sin Mercado de Valores, nuestra economía nunca alcanzará un sano desarrollo. Mimeografiado sin fecha.

Comisión Nacional de Valores. Boletín bimensual. Varios. Editorial Libros de México.

———— Los Bancos y el Mercado de Valores. Varios. Editorial Libros de México.

———— Informe de Actividades de la Comisión Nacional de Valores 1975. Editorial Libros de México, 1976.

Commodity Research Pub. C.: Understanding the Over The Counter Securities Market. New York, 1971.

Estudios Monetarios III: Seminario de Mercado de Capitales. Banco Central de Chile, 1974.

Gutiérrez Sotelo, Jorge: "Títulos Valores en México". Universidad Nacional Autónoma de México, 1963.

Hilferding, Rudolf: El Capital Financiero. Editorial El Caballito, 1973.

Kuznets, Simón: Aspectos Cuantitativos del Desarrollo Económico. Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, 1959.

Lagunilla Iñarritu, Alfredo: La Bolsa en el Mercado de Valores y su ambiente empresarial 1895-1933. Bolsa de Valores de México, S. A. de C. V., 1973.

Nacional Financiera: "El Mercado de Valores". Año IX Nos. 1-41, 1949.

Núñez Lagos, José Manuel: Iniciación a la Inversión en Bolsa. Editorial Científico-Médica, 1962.

Ortiz Monasterio, Felipe. Caín Marcos y Pliego José: "El Mercado de Capitales: Análisis de dos activos para México". Revista del Instituto Tecnológico Autónomo de México. No. 8. 1976.

Pérez López, Enrique: El Mercado de Valores. México: Nacional Financiera, S. A. 1947.

Pesek Boris P. y Saving Thomas R.: The Foundations of Money and Banking. Macmillan, 1969.

Petriccioli I. Gustavo: "Curso de Especialización sobre Valores". Monterrey Financiero. Nos.: 52-57. 1962.

Reina Hermosillo, Práxedes: "El Certificado de Participación". El Mercado de Valores. Revista de Nacional Financiera, S. A. No. 7, 1947.

_____ "Comisión Nacional de Valores", Revista de Administración Pública. Nos.: 1, 2, 3, 4, 1956.

_____ Mercado Mexicano de Valores. Mimeografiado sin fecha.

Reuniones: Los Mercados de Capitales en los países desarrollados. Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, 1965.

Rodríguez R. Joaquín: Derecho Mercantil. Editorial Porrúa. - Tomo I. 1971.

Solís, Leopoldo: El Sistema Financiero en 1980. El Perfil de México en 1980. Vol. I. Siglo veintiuno editores, 1976.

Tamagna, Frank M.: Fomento del Ahorro y Desarrollo Económico. Técnicas Financieras. Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, 1963.

Wilford J., Eiteman y otros: The Stock Market. McGraw-Hill - Book Company, 1969.

Código de Etica Profesional para los Agentes de Bolsa.

Ley del Mercado de Valores.

Ley General de Instituciones de Crédito y Organizaciones Auxiliares.

Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito.

Ley para Promover la Inversión Mexicana y Regular la Inversión Extranjera.



TESIS RESENDIZ
Gorostiza 57. 5-26-74-87
México, D. F.