

Estructura financiera, rentabilidad y crecimiento económico en México

NAPOLEON GOMEZ URRUTIA

Este estudio analiza básicamente la influencia de la intermediación financiera, las instituciones de crédito y las políticas crediticias en la rentabilidad y la concentración del capital en la economía mexicana. Además de hacer hincapié en los activos, las instituciones financieras y la canalización de recursos a las industrias básicas y a las controladas por los bancos, se estudian el sistema bancario y su política monetaria en general. La idea fundamental es que las empresas apoyadas por socios financieros están en posición de ventaja competitiva en el mercado y obtienen tasas de ganancia elevadas, situación que aumenta la concentración de capital, tanto en el sector industrial como en el financiero, a costa de las empresas pequeñas, medianas y no asociadas, y en perjuicio de necesidades sociales.

Sólo analizaremos un aspecto del proceso de formación de capital, pero muy importante en una economía en desarrollo, con serios problemas de escasez de capital. En una economía de mercado, el proceso de formación de capital —por ejemplo, la relación ahorro-inversión— está íntimamente ligado a aspectos financieros tales como préstamos, endeuda-

miento, intermediación, creación de activos y obligaciones y mercados de dinero y de capital.

Aunque las tasas de ganancia dependen de dos factores principales, el control de la tecnología y las barreras al mercado, tales como diferenciación del producto, publicidad, protección arancelaria y concentración monopolística de las empresas, el financiamiento externo también ejerce una influencia considerable en la rentabilidad de la mayor parte de las empresas, pues se relaciona con la estructura financiera y el riesgo de la inversión. El sector financiero de una economía es, por tanto, esencial para promover el desarrollo económico.

Generalmente se ha subestimado la información financiera en el análisis del proceso de crecimiento económico y de las fluctuaciones cíclicas. La atención se ha concentrado en la producción, la riqueza y la fuerza de trabajo. La política financiera y monetaria se ha orientado a establecer el equilibrio entre la oferta y la demanda de dinero. Incluso hoy, son pocos los trabajos empíricos y los métodos sistemáticos que sirven como herramienta para analizar los activos, las instituciones y las políticas financieras. Gran cantidad de libros sobre aspectos financieros tratan este importante campo de la política económica como una disciplina meramente histórico-descriptiva, carente de los elementos centrales de la teoría económica.

Nota: El presente trabajo cubre únicamente el periodo de 1966 a 1971.

En un intento por acercarnos a la realidad, los bancos y las instituciones financieras se considerarán como unidades que maximizan ganancias, lo mismo que cualquier empresa privada. Las fuentes de ahorro de dichas instituciones están generalmente identificadas: pasivos y capital. Pero generalmente se desconoce el destino de sus inversiones. Un banco, o cualquier entidad financiera, influye más en la rentabilidad de una empresa a medida que posee una mayor proporción de su capital y que controla un mayor número de empresas. De ahí que el sector financiero no se limite al campo de la intermediación e intervenga cada vez más en la esfera productiva.

Conforme las empresas recurren más al financiamiento bancario, y aumenta la proporción de empresas en manos de instituciones financieras o intereses familiares, menor es el desarrollo del mercado de capitales. La relación entre el sistema financiero y el proceso productivo tiende a incrementar el grado de monopolio en la economía. La discriminación, al conceder fondos en contra de empresas no asociadas o pertenecientes a ningún grupo bancario, aumenta la tasa de ganancia y la inversión de las empresas favorecidas.

En este contexto, la falta de leyes antimonopolio, de estímulos para desarrollar un verdadero mercado de capitales y de una política monetaria capaz de crear un sistema financiero más justo y eficiente, incrementa la concentración del capital en la economía.

El trabajo se divide en dos partes. En la primera se destaca la importancia del sistema financiero en la economía mexicana. En la segunda se analiza la estructura financiera de cincuenta empresas que reciben apoyo de bancos y otras instituciones, a fin de observar cómo se refleja este fenómeno en sus tasas de ganancia y actuación en el mercado.

EL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO

A partir de 1876 se observan en México tres períodos distintos de crecimiento económico. El primero coincide con la segunda mitad del Porfiriato, de 1890 al principio de la Revolución de 1910. La entrada de capital extranjero, invertido sobre todo en actividades de exportación, tuvo una influencia determinante. En el segundo, de 1910 a 1940 disminuye la inversión extranjera directa pero aumenta la influencia del exterior a través de su política comercial y crediticia. Este fue un período de consolidación y transición en que se creó la infraestructura básica para impulsar el crecimiento económico, particularmente en el campo financiero. El tercero, llamado por varios autores¹ el "despegue hacia un crecimiento sostenido", empieza con la segunda guerra mundial y continúa, por lo menos, hasta principios de la década de los setenta.

Desde 1940 la economía mexicana ha sido notablemente dinámica. Al crecimiento sostenido de la producción hay que añadir importantes cambios en la estructura productiva. Se

da importancia especial al crecimiento industrial, las tasas de ahorro e inversión son altas y hay relativa estabilidad de precios, particularmente en la década de los sesenta. El producto interno bruto (PIB) crece a una tasa promedio ligeramente superior al 6%, en términos reales. De 1960 a 1970 la cifra es del 7 por ciento.

De 1965 a 1971 la proporción de la formación de capital fijo respecto al producto nacional bruto (PNB) fue, en promedio, del 20% aproximadamente. El rápido aumento de las obligaciones del sistema bancario y su acertada distribución, contribuyeron decisivamente a lograr la elevada tasa de crecimiento económico. Durante dicho período, la proporción de ahorro a PIB aumentó del 16 al 20 por ciento. El sector privado representó alrededor del 80% del ahorro total y el resto correspondió al sector público.

El ahorro del sector privado es, generalmente, más elevado que la inversión. La diferencia se ha dedicado en parte a financiar el déficit del sector público, originado en un exceso de gastos de inversión sobre ahorro corriente. En 1971, el 42% de los recursos totales del sistema bancario fueron transferidos, vía encaje legal, a financiar el déficit del sector público, y el resto se empleó en el propio sector privado.

El aumento anual del 17% en las obligaciones brutas del sistema bancario durante los años sesenta puede asociarse al rápido crecimiento del PIB, a las altas tasas de ganancia, a la tendencia gradual a incrementar los depósitos de ahorro en los bancos y al incremento sustancial de capitales extranjeros. A pesar de que es difícil calcular la cuantía de estos últimos partiendo de las estadísticas bancarias, hay estimaciones que equiparan el aumento a un quinto o un sexto de dicho incremento anual en las obligaciones de los bancos.

Es importante destacar que las instituciones bancarias extranjeras pueden establecer oficinas de representación en México y están capacitadas para conceder préstamos del extranjero a prestatarios locales. Sin embargo, no les está permitido buscar o captar depósitos del público. En 1971 existían en México 65 oficinas representantes de bancos extranjeros. El número era tan grande y las actividades de tan diversa índole, que en ese mismo año las autoridades financieras dictaron nuevos reglamentos para el registro y control de las actividades permitidas. Se estableció que los inversionistas extranjeros podían, en lo individual, ser propietarios de acciones hasta un máximo del 25%, con el permiso de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público. Sin embargo, como las acciones de muchos bancos e instituciones crediticias del país se detentan públicamente y se comercian individualmente, el control de las actividades de los bancos extranjeros no es eficiente.

La estructura financiera de México es, quizá, una de las más desarrolladas, sofisticadas y firmemente controladas del mundo. Tiene gran cobertura y es muy compleja, particularmente si se tiene en cuenta el ingreso *per capita* del país. Algunas de sus características más importantes son: la alta concentración de la propiedad o la centralización en la toma de decisiones, la profusión de bancos en rápido crecimiento con gran disponibilidad de fondos especiales para el desarrollo y el crecimiento relativamente menor de los bancos hipotecarios y las compañías aseguradoras.

¹ Raymond Goldsmith, *The Financial Development of Mexico*, Development Centre of the Organization for Economic Cooperation and Development, OECD, París, 1966, p. 10.

CUADRO 1

Destino del financiamiento bancario¹
(Miles de millones de pesos)

	1960	1965	1966	1967	1968	1969	1970	Variación porcentual	
								1970/1960	1970/1969
Financiamiento total	39.9	87.4	104.6	121.3	138.8	167.2	194.5	387.5	16.3
I. A individuos y empresas	34.5	66.9	77.2	91.1	103.6	124.8	146.6	324.9	17.5
a) Valores	--	6.5	6.7	6.9	8.7	9.9	10.3	--	4.0
b) Crédito	34.3	60.4	70.5	84.5	94.9	115.1	136.3	460.9	18.4
1. Al comercio	8.6	13.6	17.1	20.7	24.6	31.8	37.1	331.4	16.7
2. A la producción	25.7	46.8	53.4	70.4	77.2	83.3	99.2	286.0	19.1
2.1 Industria	19.8	35.9	40.2	55.4	60.6	65.4	78.6	297.0	20.2
2.2 Agricultura	5.8	10.6	12.6	14.0	15.4	16.2	17.5	201.7	8.0
2.3 Minería	0.1	0.3	0.6	1.0	1.2	1.7	3.1	3 000.0	82.4
II. Al Gobierno federal	5.6	20.5	27.4	30.0	35.2	42.5	47.8	753.6	12.5
a) Valores	5.1	19.9	26.1	29.1	33.9	41.6	46.9	819.6	12.7
b) Crédito	0.5	0.6	1.3	0.9	1.3	0.9	0.8	60.0	11.1

¹ Tenencia de valores y balances de crédito.

Nota: Excluye operaciones interbancarias, pero incluye fondos comunes de certificados de participación de Nacional Financiera.

Fuente: Business Trends, Publicaciones Ejecutivas de México, S. A., *La economía mexicana*, 1970.

Durante los últimos treinta años, los bancos públicos y privados han intervenido cada vez más con sus operaciones en la industria, el transporte, las actividades exportadoras e importadoras y, en menor grado, en la agricultura. En el proceso de expansión financiera no ha habido ninguna quiebra bancaria. Siempre que alguna institución se ha enfrentado a problemas, las autoridades financieras han actuado para evitar cualquier posible bancarrota. De ahí la estabilidad financiera y el crecimiento económico del país. De acuerdo con el informe del Banco Mundial de 1971, México ha logrado, hasta cierto punto, un "círculo virtuoso": el crecimiento, la estabilidad de precios y la libre convertibilidad atraen grandes corrientes de capital haciendo posible un mayor crecimiento.

Es difícil separar las actividades del sistema financiero mexicano ligadas al sector público de las que se relacionan con el sector privado. Primero, porque el Gobierno federal está involucrado directamente en muchas empresas privadas, comerciales e industriales. Hay muchos compromisos mixtos, en que empresas, instituciones financieras públicas y organismos descentralizados son capitalizados parcialmente por el sector privado, o en que empresas privadas son capitalizadas parcialmente con fondos del sector público. Segundo, porque faltan datos confiables sobre el sector financiero privado y no se distingue claramente si las demandas hechas por las instituciones financieras se ligan a empresas públicas o privadas, o a los individuos. Además, buena parte del financiamiento al sector privado no se traduce en formación de capital, sino en compras de bienes de consumo, especulación de bienes primarios y construcción de residencias privadas.²

En el sistema bancario privado existen grupos financieros. Por ejemplo, los principales bancos comerciales suelen estar asociados a las compañías financieras más importantes. En México, los bancos no colocan en el mercado libre gran proporción de los ahorros del público, sino que los canalizan, para fines privados o sociales, en beneficio de sus asociados y accionistas. Esta política ha propiciado fuerte concentración de los recursos en ciertos grupos financieros. Entre los bancos comerciales, por ejemplo, los seis bancos más importantes controlaban en 1972 el 81.9% del total de depósitos (82.2% de los depósitos a la vista, 92.1% de las cuentas de ahorro y 44.9% de los depósitos a plazo fijo). De estos seis bancos líderes, los dos mayores participaban con 54.8% del total de depósitos (51.2% del total de los depósitos a la vista, 71.2% del total de las cuentas de ahorro y 32.8% del total de los depósitos a plazo fijo).³

En el sexenio 1966-1971 los recursos de las compañías financieras aumentaron a una tasa media anual cercana al 28%. A fines del período representaban el 50% del total de las obligaciones del sistema bancario. La mayoría de las obligaciones se financiaron a través de préstamos de empresas o particulares, emisiones de bonos y certificados financieros y préstamos de instituciones crediticias públicas, como el banco central.

En 1971, los nueve grupos financieros de mayor importancia controlaban el 74.8% de los recursos del sistema bancario, equivalentes a casi el 50% del PIB. Sólo los dos grupos principales manejaban el 45.2% de los recursos, suma cercana a la cuarta parte del PIB.⁴ Los nueve grupos tenían

² Joseph Lacascia, *Capital Formation and Economic Growth in Mexico*, Praeger Publishers, Nueva York, 1969, pp. 26-27.

³ Encuesta directa y boletines estadísticos de la Comisión Nacional Bancaria y de Seguros.

⁴ Encuesta directa.

invertidos los fondos en los sectores básicos de la industria, el comercio y los servicios, lo cual les daba facultades importantes para intervenir en las decisiones de política económica, además de redituales altas tasas de ganancia.

Los bancos comerciales fueron las primeras instituciones crediticias privadas que se desarrollaron en el país, principalmente por haber trabajado con operaciones a corto plazo. En años recientes, sin embargo, las compañías financieras han crecido a una asombrosa tasa por haberles permitido participar en operaciones a largo plazo, además de autorizarles a que pagaran mayores tasas de interés sobre sus ahorros y los amortizaran a la vista sin pérdida para el inversionista, a pesar de que sus instrumentos de ahorro son, en principio, a mediano plazo. La combinación de altos réditos y liquidez ha atraído gran cantidad de ahorros. Mientras que en 1950 las compañías financieras contaban solamente con 15% del total de los recursos del sistema bancario privado, en 1971 tenían algo más del 50%. Por consiguiente, puede pensarse que, en el futuro, los siete tipos existentes de instituciones crediticias privadas serán remplazados por dos: bancos comerciales y compañías financieras. Hoy en día, cualquier institución puede desempeñar todo tipo de funciones además de las operaciones de ahorro y crédito.⁵

Como se afirmó anteriormente el crecimiento industrial se ha apoyado básicamente en el rápido aumento de las obligaciones del sistema bancario y su eficiente asignación. En 1970, los créditos totales a la industria aumentaron 16.3%, frente a 19.6% en 1969. Del financiamiento total otorgado en 1970, el 62% fue proporcionado por el sistema bancario privado, cifra mayor que el 59.9% suministrado en 1969. En 1970 el 50% del financiamiento total se destinó a la producción (principalmente a la industria manufacturera), mientras que la agricultura sólo recibió el 8.8%, a pesar de su enorme importancia.

El desarrollo industrial se ha beneficiado por medidas y prácticas proteccionistas, así como por el fuerte apoyo de instituciones financieras públicas y privadas. A pesar de que el grado de protección industrial parezca menor que el de la mayoría de los países latinoamericanos, el presente sistema ha promovido el desarrollo de grandes corporaciones monopolistas y de industrias con una estructura de costos muy elevada e ineficiente que ha ocasionado, a su vez, rápidos incrementos en precios y ganancias. Esta política ha acentuado la concentración industrial.

Las medidas adoptadas para controlar la oferta monetaria no han logrado, hasta ahora, contrarrestar las presiones inflacionarias que se originan en los problemas estructurales de la economía, es decir, el grado de concentración monopolística a que se enfrenta la industria mexicana y que ejerce su poder de mercado con mayor fuerza en determinados períodos. Aunque esta situación ha permitido obtener tasas de crecimiento de más de 7% en algunos años, el crecimiento ha estado generalmente acompañado de una creciente deuda externa, una mayor concentración del capital en la industria y las finanzas y un empeoramiento en la distribución del ingreso.

Las tasas de interés han sido utilizadas también como medio de atraer ahorros nacionales y extranjeros para canalizarlos a la industria. Por ello, se permitieron durante el período en estudio nuevos incrementos en los topes de las tasas de interés de los depósitos. Las tasas mínimas de los préstamos de los bancos comerciales fueron generalmente del 14 a 16 por ciento. La tasa de descuento del Banco de México fue fijada desde 1942 en 4.5 por ciento.

El sistema de reserva ha permitido orientar ciertos recursos del sistema bancario hacia algunas ramas importantes de la economía. El banco central ha establecido tasas de interés mayores que las internacionales para poder captar ahorros foráneos y mantener la libre convertibilidad del peso mexicano. En un sistema sin control de cambios, la regulación de la tasa de interés posee una importancia mayor, ya que puede ser usada para influir en la oferta y la demanda interna, así como en la liquidez externa. La política monetaria tradicional ha ejercido una influencia decisiva sobre este último elemento, de tal manera que siempre que existe una fuerte fluctuación en las tasas mundiales de interés, las autoridades cambian, en la misma proporción las tasas nacionales de endeudamiento y de créditos para contrarrestar una posible e indeseable salida de recursos extranjeros. Este mecanismo, sin embargo, nunca trabaja perfectamente y ocasiona un retraso durante el cual el dinero "caliente", o a corto plazo, usualmente incrementa la liquidez del sistema bancario y produce un mayor riesgo financiero por ser potencialmente inestable. Además, este fenómeno obstaculiza el desarrollo de aquellas industrias básicas que operan con ganancias reducidas y necesitan recurrir al crédito para frenar su tendencia al estancamiento. Esta situación ha tenido repercusiones desfavorables en la formación de capital de ciertos sectores estratégicos de la economía mexicana.

Un informe del Banco Mundial referente a México analizó el fenómeno en estos términos: "durante el último decenio las autoridades monetarias han tendido a utilizar las tasas de interés como balanza de pagos, en lugar de usarlas como reguladoras del crédito nacional y se han apoyado en el encaje legal en vez de influir sobre la liquidez interna. Debido a los cambios permanentes en los mercados internacionales de capital, ha sido imposible lograr un ajuste apropiado y permanente de las políticas económicas. Esto se ha reflejado en las fluctuaciones de las corrientes de ahorro externo... Sin embargo, dada la protección y las políticas de bajos salarios e impuestos, algunos sectores mantienen tasas muy elevadas de ganancia y pueden permitirse pagar las altas tasas de interés prevalecientes".⁶

Podría concluirse esta sección afirmando que existe un alto grado de concentración en las instituciones de crédito ligadas a las grandes empresas. La concentración no es sólo horizontal, por instituciones, sino también vertical, en la propiedad. Muchas veces estos grupos están integrados por un banco, una financiera, pequeños pero importantes bancos regionales, una compañía de seguros y varias empresas comerciales e industriales. En la mayor parte de los casos se agrupan industrias relacionadas, aunque hay asociaciones importantes de varios tipos de industrias. En términos gene-

⁵ Lloyds and Bolsa International Bank, *Company Formation in Mexico*, Londres, 1972.

⁶ BIRF, *Current Economic Position and Prospects of Mexico, 1971*, p. 34.

rales, la organización dentro del grupo es eficiente. El banco y la financiera proveen fondos, sobre todo a las empresas con las que están asociados, como se demostrará en la siguiente sección.⁷

ESTRUCTURA FINANCIERA DE LAS EMPRESAS

Regresemos ahora al supuesto que establecimos al principio de este ensayo, o sea, que las empresas apovadas por los bancos e instituciones financieras están colocadas en una posición ventajosamente competitiva para actuar en el mercado y obtener tasas de ganancia más elevadas. Con el propósito de analizar esta hipótesis seleccionamos un grupo de empresas para aplicar diferentes indicadores financieros y compararlos con los promedios para toda la industria. El período estudiado corresponde a 1966-1971 y la muestra utilizada está compuesta de 50 grandes empresas de México, 29 de las cuales son de propiedad extranjera. Todas estas compañías reciben apoyo de bancos e instituciones financieras, ya sea en forma de préstamos o a través de la adquisición de títulos, bonos o acciones, o ambos.

de administración eran, en una gran proporción, banqueros con intereses y propiedades en la mayoría de estas empresas. Dado que todas las compañías de la muestra están registradas en la Bolsa de Valores se consideraron también el número y el valor de las acciones emitidas en algunos de los años estudiados con el propósito de conocer la proporción adquirida por bancos e instituciones financieras. De esta manera encontramos los vínculos y el nivel de asociación entre las empresas privadas analizadas y los sistemas bancario y financiero.

Los datos utilizados en el cálculo de los indicadores financieros y aplicados en el proceso de revisión fueron, en su mayor parte, tomados de los informes anuales publicados en la Bolsa de Valores, y constituyeron la única información disponible sobre las empresas. Es importante destacar que existen alrededor de 400 empresas registradas en la Bolsa de Valores, de las cuales solamente 45 publican sus balances en forma semipermanente.

Para obtener una composición de cifras como valor neto, activos fijos, préstamos a largo plazo, etc., sería útil aplicar

CUADRO 2

Estructura financiera de 50 empresas en México

	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1966-1971
Pasivo circulante/pasivo total (porcentajes)	54.4	50.2	49.4	50.6	50.8	53.5	51.5
Activo circulante/pasivo circulante (porcentajes)	300.0	290.0	310.0	320.0	280.0	300.0	300.0
Pasivo total/capital contable (porcentajes)	82.9	81.6	83.8	87.4	102.9	118.2	92.4
Empresas nacionales	75.2	85.0	88.9	96.4	109.4	123.6	96.2
Empresas extranjeras	88.7	79.1	80.1	81.0	97.9	113.9	89.6
Capital + reservas/activos totales (porcentajes)	53.6	53.3	51.7	50.6	47.5	47.4	50.7
Empresas nacionales	55.7	53.4	51.7	49.6	47.3	47.8	51.0
Empresas extranjeras	52.0	53.2	51.7	51.3	47.7	47.1	50.6
Utilidad/capital contable (porcentajes)	12.9	11.0	11.4	12.6	12.2	10.0	11.7
Empresas nacionales	10.3	9.6	10.3	12.0	12.0	9.3	10.6
Empresas extranjeras	14.9	12.0	12.3	13.1	12.4	10.5	12.6

Los indicadores y los diversos materiales estadísticos utilizados en el examen de la hipótesis se presentan por separado. Para obtener los datos requeridos y calcular todos los indicadores, porcentajes y variables del análisis, fue necesario otorgar con frecuencia garantías suficientes a la compañía o banco particular en el sentido de que no serían identificados con algún dato en especial.

No fue posible obtener la proporción del capital de las empresas en propiedad de cada banco o institución financiera, pero se pudo confirmar que los miembros de los consejos

un valor ajustado por medio de una revaluación de todas las cifras, de tal forma que fueran considerados los cambios en los valores reales, tomando en cuenta los aumentos en los niveles de precios. De esta manera, las medidas de rentabilidad podrían acercarse más a su volumen real que al declarado en los balances.

En nuestro caso, sin embargo, tomamos las cifras declaradas por todas las empresas debido a las razones siguientes: a) el período estudiado sostuvo un tipo de cambio fijo en todas las operaciones realizadas entre el peso mexicano y el dólar. En este punto es necesario recordar que aproximadamente el 80% del total de las inversiones extranjeras directas en México es realizado por subsidiarias estadounidenses; b) la tasa inflacionaria para todo el período fue muy baja y

⁷ Robert T. Aubey, *Nacional Financiera and Mexican Industry*, Latin America Center, University of California, Los Angeles, 1966, p. 76.

similar a la mantenida en Estados Unidos (inferior a 5%); c) el endeudamiento a largo plazo por medio de emisiones de bonos y acciones no es muy importante en el caso mexicano, debido a las altas tasas de ganancia que generalmente prevalecen en la economía, a la poca disposición para compartir la propiedad del capital de las empresas y, consecuentemente, al temor de perder el control sobre las mismas. Esto también se debe al hecho de que la mayoría de las empresas en México, nacionales o extranjeras, no recurren frecuentemente al mercado de capitales para financiar sus actividades de expansión. Más bien mantienen un control estricto de sus propias empresas, como puede notarse en el hecho de que alrededor del 85% del total de las empresas nacionales y más del 90% de las extranjeras, están consideradas como familiares o en propiedad de corporaciones.⁸

El primer indicador utilizado fue la proporción del pasivo circulante al pasivo total, con el propósito de examinar el financiamiento de la deuda de la muestra de empresas. La hipótesis que debe considerarse consiste en que debido a la falta de fondos de capital para financiar la inversión, aquellas empresas que están asociadas a grupos bancarios están en una mejor posición de obtener fondos a largo plazo y deberían, por tanto, mostrar una reducida proporción entre la deuda corriente y la deuda total. El promedio de esta proporción para la muestra de empresas fue de 51.51%. No obstante que no fue posible conseguir datos de empresas privadas pequeñas y no asociadas, se estima que el promedio de la proporción para esta clase de empresas es de aproximadamente 70 por ciento.

Los efectos de mantener una menor o mayor proporción de deuda corriente en el financiamiento de la deuda total, se reflejan principalmente en la estructura financiera y el grado de riesgos en la inversión. Las empresas que utilizan mayor proporción de créditos a corto plazo pagan generalmente tasas de interés más elevadas y tienen mayor inseguridad en la disponibilidad de fondos financieros. Probablemente utilizan las ganancias retenidas como fuente de financiamiento de sus operaciones en mayor proporción que otras empresas. Además, la mayoría de las empresas no asociadas que utilizan mayor proporción de créditos a corto plazo, tienen menor poder monopolístico para transferir a los precios los incrementos en los intereses. En condiciones de monopolio y oligopolio, y si los costos disminuyen los precios se reducen menos que proporcionalmente, si no es que mantienen el mismo nivel. Como resultado se inicia una espiral ascendente, tanto de los salarios como de las ganancias, situación que es más difícil de encontrar en empresas competitivas entre sí.

El segundo indicador utilizado en el estudio de la muestra de empresas lo constituye el grado de liquidez, que es una técnica de análisis financiero que mide la habilidad de las empresas para enfrentarse a los vencimientos de sus obligaciones a corto plazo. Se calcula dividiendo el activo circulante entre el pasivo circulante. La cifra de activos corrientes comprende normalmente efectivo, valores, cuentas por cobrar

e inventarios. Los pasivos corrientes incluyen básicamente cuentas por pagar a corto plazo, vencimientos corrientes de deudas a largo plazo, impuestos sobre la renta acumulados, principalmente salarios. La proporción de circulantes es tal vez la medida de solvencia, a corto plazo, más utilizada, dado que indica el término en que la petición de créditos a corto plazo puede ser cubierto por activos que pueden ser convertidos en efectivo, en un período similar al del vencimiento de los pagarés.

La proporción de circulantes puede medir también el éxito de la administración de la empresa en términos de liquidez, y es dependiente en parte de los activos corrientes. Dado que partimos del supuesto de que las empresas bajo estudio tienen también una baja proporción entre deuda corriente y deuda total, a causa de recibir en mayor medida apoyo financiero a largo plazo, no debería sorprender encontrar una elevada proporción entre los activos corrientes y los pasivos corrientes. Por tanto, la relación entre circulantes es utilizada aquí para confirmar la conclusión a la que llegamos al estudiar la proporción entre la deuda a corto plazo y total. En efecto, durante 1966-1971 la proporción de circulantes para nuestra muestra de empresas fue, en promedio, de tres, en comparación con el de dos a 2.5 para el sector industrial en su conjunto.

Por otra parte, el pasivo circulante puede dividirse en dos categorías, aquel que se genera por las necesidades de las operaciones a corto plazo de la empresa, como cuentas comerciales por pagar y sobregiros bancarios, y aquel que resulta del endeudamiento a largo plazo, tales como intereses, dividendos y pagos de impuestos. Con respecto a los resultados obtenidos en los datos financieros examinados, podría afirmarse que las empresas en estudio tienen la mayoría de sus pasivos a corto plazo en intereses, dividendos y pagos de impuestos, debido a su alta dependencia del endeudamiento procedente del sistema bancario y crediticio.

La estructura financiera de las empresas puede ser estudiada asimismo por medio del indicador de solvencia. Se calcula dividiendo los pasivos totales, o deuda total, entre el capital contable y mide la situación de holganza financiera de la empresa. Como puede esperarse, existen amplias variaciones en el uso de este indicador financiero entre las industrias y las empresas particulares que conforman cada rama industrial. Cuando una empresa adopta políticas específicas en relación con su estructura financiera, generalmente toma en consideración gran número de factores, entre los que se encuentran la tasa de crecimiento y la estabilidad de las ventas futuras, la estructura competitiva de la rama industrial, la estructura de activos de la empresa, la posición de control de los propietarios, la posición de la administración frente al riesgo de la inversión y la actitud de los prestamistas hacia la empresa y la rama industrial.⁹

De cualquier modo, la elección de fuentes de financiamiento está fuertemente influenciada por dos factores: a) el control sobre la empresa y b) el riesgo. Sería de esperarse que las grandes corporaciones financiaran sus actividades por medio de ventas adicionales de acciones ordinarias, puesto

⁸ El 84.3% de los establecimientos cubiertos por el último censo industrial corresponden a la categoría de artesanías, ya que utilizan ayuda familiar o emplean menos de seis personas. Véase Flavia Derossi, *The Mexican Entrepreneur*, OECD Development Centre Studies, París, 1971, p. 116.

⁹ J. F. Weston y E. F. Brigham, *Managerial Finance*, cuarta edición, Holt International Edition, Great Britain, 1973, p. 264.

que éstas afectan muy poco el control de la empresa al poseer la mayoría de las acciones. Al mismo tiempo, los administradores pueden estar menos dispuestos a enfrentarse a severas fluctuaciones en el tipo de cambio, a pesar de tener que garantizar un nivel mínimo de dividendos. Las compañías pequeñas, por otra parte, pueden estar más interesadas en asegurar un control permanente, evitando emitir acciones ordinarias. Considerando amplia confianza en los futuros rendimientos y sus grandes ganancias potenciales resultantes de una favorable situación financiera, las empresas pequeñas podrían estar más dispuestas a contraer un volumen elevado de deuda. Obviamente, se puede sostener lo contrario en el sentido de que el gerente o dueño de una empresa pequeña pueda ser menos arriesgado o más conservador que el de una gran compañía. Además, las actitudes de la administración de una compañía grande o pequeña hacia el control de los factores de riesgo, pueden no coincidir con aquellas de los prestamistas o compradores de acciones.

El indicador de solvencia de las 50 empresas examinadas durante el período 1966-1971 fue, en promedio, de 92.4%. Esto quiere decir que los pasivos totales fueron aproximadamente el doble de la cifra del capital contable. Este es un indicador considerablemente significativo, particularmente si se compara con el promedio de 60% para toda la economía. Después de dividir las 50 empresas en extranjeras y nacionales, encontramos un indicador de solvencia de 89.6% para las 29 empresas extranjeras y de 96.2% para las 21 empresas nacionales.

La ventaja de la solvencia financiera radica en que si la empresa puede ganar sobre el capital aportado más que el monto de intereses que debe pagar por utilizar capital prestado, la diferencia beneficia a los accionistas al aumentar sus rendimientos. Por ello, el efecto que la solvencia tiene sobre el rendimiento de los fondos de capital contable puede ser bastante significativo. Por otra parte el allegarse fondos por medio de préstamos, en lugar de utilizar emisiones de bonos y acciones, aumenta los riesgos de la empresa. La recompensa por afrontar esos riesgos se refleja en el aumento de los rendimientos para los accionistas —el efecto de la solvencia. En cualquier caso, los intereses sobre fondos prestados implican un gasto financiero que se carga contra las utilidades de las empresas y, por tanto, reducen las ganancias gravables.

Desde el punto de vista de las empresas extranjeras, la principal ventaja de tener pasivos con bancos nacionales consiste en evitar el riesgo de pérdidas por el tipo de cambio y, si existe además inflación, en beneficiarse por las menores tasas reales de interés. Los préstamos efectuados entre subsidiarias de una misma compañía reducen o aumentan los pagos de intereses, de acuerdo con las políticas de la corporación extranjera y con el nivel de impuestos prevalente en la economía nacional.

Dada la gran dependencia de la muestra de empresas en el endeudamiento bancario y crediticio, se decidió calcular la proporción de los fondos de capital contable más las reservas, sobre la cifra de pasivos totales. Este indicador mide el grado de autofinanciamiento y es dependiente, en forma parcial, de la rentabilidad de la empresa, su política de dividendos y la forma de tratar sus cuotas por depreciación.

Además, también está influenciado por el nivel de desarrollo del mercado de capitales y, en forma más específica, por la disponibilidad de financiamiento a mediano y largo plazo.

El grado de autofinanciamiento para nuestra muestra de empresas fue de 50.7% en contraste con el promedio situado entre 70 y 90 por ciento para las empresas pequeñas y no asociadas. No obstante que este indicador fue un poco menor para las empresas extranjeras que para las nacionales, siendo de 50.6 y 51.0 por ciento, respectivamente, el resultado no fue sorprendente del todo, dado que la mayoría de las 50 empresas actúan en un marco oligopolístico y tienen, en cierta medida, similares ventajas en su estructura financiera, independientemente del origen de su capital.

Generalmente se asocia un alto grado de autofinanciamiento con el desarrollo económico y la evolución del sistema financiero, tal vez con la excepción de la economía japonesa. Sin embargo, en el caso de las naciones menos desarrolladas el problema de la inflación crea además otra diferencia, ya que aquellas economías con una mayor tasa inflacionaria tienden a tener un menor grado de autofinanciamiento.

El proceso inflacionario, por tanto, puede también ser responsable de un bajo grado de autofinanciamiento. Esto se debe a las bajas o hasta negativas tasas de interés que las empresas tienen que pagar al pedir préstamos al sistema bancario. Un alto grado de autofinanciamiento, por otra parte, es resultado de tres elementos: primero, una escasez de fondos a largo plazo, debido a un nivel relativamente bajo de desarrollo del mercado de capitales. Segundo, una tendencia de los bancos e instituciones financieras a favorecer a sus empresas asociadas en sus políticas de crédito. Tercero, una alta dependencia en las ganancias retenidas o la colocación privada de acciones. Este tercer factor puede en un momento ser resultado de altas utilidades y bajos dividendos, particularmente en aquellas empresas que no recurren a la Bolsa de Valores, o en aquellas que no tienen acceso al sistema crediticio.

La inflación en el período estudiado no era tan aguda en México como en algunos otros países latinoamericanos, por lo que el crédito nacional era más barato que en otras naciones. Este ha sido lo suficientemente poco costoso como para hacerlo atractivo a compañías privadas y extranjeras que pueden tomar ventaja de tales facilidades. La relativamente baja tasa de interés es una razón básica para pedir préstamos en el mercado nacional de capital, particularmente si se compara con las altas tasas de utilidades que generalmente prevalecen en la mayoría de los sectores de la economía.

Finalmente, nos proponemos analizar si las ventajas de la estructura financiera de la muestra de empresas se reflejan en mayores tasas de ganancia. Como medida de rentabilidad tomamos la proporción de las ganancias sobre el capital contable, ya que desde el punto de vista de los propietarios el ingreso neto representa el monto residual perteneciente en forma total a los dueños de las acciones ordinarias y preferentes. El monto de ganancias, una vez descontado el impuesto, es el declarado por las empresas en los balances. Desde el punto de vista de la propiedad del capital este monto está incompleto, dado que no considera, por ejemplo,

la retención de utilidades o los aumentos en las reservas tomados de las propias ganancias que se adoptan una vez cubiertos los impuestos, en el caso de las empresas nacionales, ni regalías, cuotas por asistencia técnica, intereses pagados al exterior y el sobreprecio de las importaciones, en el caso de las empresas extranjeras.

La proporción de las ganancias sobre el capital contable para las 50 empresas fue en promedio de 11.7% para el período que hemos considerado. Las 29 empresas extranjeras obtuvieron un promedio de 12.6% y las 21 empresas nacionales registraron un promedio de 10.6%. A pesar de que parece que estas cifras no indican un elevado grado de rentabilidad, poseen una importancia especial, ya sean consideradas para una empresa en particular o para el sector industrial en su conjunto. Atendiendo a la estructura financiera de las empresas y al nivel de rentabilidad, por más limitado que sea el indicador utilizado, encontramos una distorsión en el sistema financiero que favorece a las grandes empresas o asociadas a grupos bancarios, lo cual tiene indudablemente algún efecto en la rentabilidad y en la concentración de capital.

Por todo lo anteriormente dicho acerca de la interrelación entre la estructura financiera y la rentabilidad, podemos señalar, en esta etapa preliminar, que el financiamiento bancario ejerce una importante influencia sobre la rentabilidad de las empresas. En este análisis, por ejemplo, se pudo comprobar que muchas empresas anotaban un gran incremento en la proporción entre deuda total y capital contable, siempre que experimentaban una drástica disminución en su rentabilidad. Esto implica que dichas empresas eran todavía capaces de aumentar la proporción de su endeudamiento y mantenerse solventes, independientemente del comportamiento de sus ganancias. Esta cuestión plantea serias implicaciones para la teoría tradicional de la empresa y para aquella de la intermediación financiera, que establece que los bancos aplican sus políticas de crédito de acuerdo con las condiciones del mercado —por ejemplo, el nivel de rentabilidad y el comportamiento de las empresas en el mercado. Encontramos que deben haber algunas razones más allá del marco estricto de la política monetaria y crediticia, que influyen a los bancos e instituciones financieras en sus políticas de crédito, independientemente del desempeño de las empresas. La existencia de grupos financieros y la asignación de recursos, de acuerdo con las prioridades privadas, es una de las razones básicas para comprender esta tendencia del proceso de intermediación financiera que crea poder monopolístico.

CONCLUSIONES

La concentración de capital en los sectores tanto industrial como financiero, y en ambos, ha sido estimulada durante los dos últimos decenios en favor de las grandes empresas. Como se mencionó anteriormente, el crecimiento industrial ha sido apoyado por una serie de políticas financieras privadas y públicas que han cubierto la mayoría de sus grandes necesidades de capital. En el proceso, parece haber aumentado la concentración en un menor número de grupos, y en la actualidad una gran proporción de la industria mexicana está estrechamente ligada a intereses bancarios o familiares. Como

resultado, se ha generado un mercado de capitales subdesarrollado, debido a que el sistema financiero ha propiciado una excesiva dependencia de las corporaciones sobre los préstamos bancarios, en lugar de financiar su expansión con base en la emisión de bonos y acciones. Mientras continúe esta situación, las grandes corporaciones incrementarán su poder de mercado a expensas de las pequeñas y medianas empresas y, a costa también, de las necesidades sociales. Esto sucede, básicamente, porque existen estrechas relaciones a nivel de propiedad entre las grandes empresas y las más importantes instituciones bancarias y financieras privadas. El sistema financiero ha creado sustitutos para las corporaciones que utilizan los mercados de valores y de capital, mediante la concesión de préstamos a largo plazo y, bajo ciertas condiciones, hasta a corto plazo.

La sustancial disminución en la proporción de capital contable de las corporaciones, que la mencionada política implica, ha sido resultado de la falta de límites al monto de los préstamos que las corporaciones privadas están en capacidad de obtener. La proporción entre los pasivos del sistema bancario y el PIB, que se mantuvo más o menos constante por abajo del 20% durante la década de los años cuarenta y los cincuenta, alcanza en la actualidad cerca del 50%. Esto, a su vez, ha sido consecuencia de dos factores principales: primero, las compañías privadas bancarias y financieras han adquirido el riesgo de bancarrota de las grandes corporaciones en las que poseen intereses. Las subsidiarias extranjeras establecidas en México obviamente están respaldadas por las corporaciones multinacionales a las que pertenecen. No existe información adecuada para efectuar un análisis que interrelacione ambos sectores. En segundo lugar, las instituciones financieras públicas, particularmente el Banco de México y Nacional Financiera, el banco público de desarrollo industrial más grande de México, han otorgado suficientes garantías a las mayores instituciones financieras, en el sentido de que serían apoyadas en caso de que una crisis de liquidez llegara a afectar sus operaciones. El sistema financiero mexicano está tan centralizado que el banco central no puede correr el riesgo de provocar un pánico general porque una de las mayores instituciones financieras esté cerca de la quiebra. Sin lugar a dudas, el banco central ejerce cierta clase de control sobre estas instituciones, pero no existe ninguna presión que las haga abandonar sus políticas financieras tradicionales. Más aún, las autoridades monetarias no han intentado siquiera mantener un control total de los bancos privados que han caído en dificultades y de aquellas instituciones bancarias mixtas, que, por alguna razón, han entrado a formar parte de la esfera estatal y siguen manteniendo un funcionamiento normal con características de banco privado.

Las consecuencias de esta estructura monopolística que promueve el sistema financiero son, en su mayoría, soportadas por la sociedad y los accionistas; sin embargo, los grandes acreedores no se ven tan afectados, ya que guardan estrechos lazos con las grandes empresas que deben continuar otorgando préstamos, a pesar de que exista algún riesgo de insolvencia en alguna etapa. En estos términos, la socialización de los riesgos, no obstante práctica, tiende a favorecer la expansión de las grandes empresas.

Podría preguntarse hasta qué punto un mercado de capitales subdesarrollado podría convertirse en obstáculo al creci-

miento económico.¹⁰ Con la experiencia de México sería difícil señalar alguna conclusión definitiva, particularmente en una economía que ha estado creciendo durante los últimos diez años a una tasa anual promedio de 7%. En este caso, desde el punto de vista de la actividad económica no es tan sencillo encontrar algunos factores que en realidad obstaculicen el crecimiento económico. Por otra parte, no existe suficiente evidencia sobre el grado en que la tasa de ahorro ha sido seriamente afectada por esta situación, o aun la tasa de inversión. Podría argumentarse que la inversión podría ser más eficiente si un mercado de capitales grande y accesible fuera el único determinante de la oferta y demanda de capital, así como de las tasas de interés, pero el rápido crecimiento económico de México parece ser compatible con las condiciones prevalecientes.

Los efectos más importantes del sistema financiero mexicano se encuentran en las esferas social y política. Social, porque en términos de bienestar público existe un costo inevitable de esta política financiera, a saber: el control parcial sobre los mercados financieros ha llevado a invertir principalmente en plantas y equipo en lugar de vivienda y bienes de consumo duradero; ha beneficiado a las grandes empresas a costa de las pequeñas; a las grandes instituciones financieras sobre las pequeñas, y a los inversionistas sobre los propietarios particulares de la riqueza que colocan su dinero en depósitos a plazos, seguros, bonos hipotecarios y demás. Una estructura financiera similar prevalece en Japón, a pesar de que las empresas dependen más del financiamiento externo. Sin embargo, la diferencia estriba en que en el caso japonés la economía nacional ha estado creciendo al 10%, se ha creado una tecnología propia y más importante aún, se han distribuido ampliamente los beneficios del progreso económico.¹¹

A largo plazo, el mayor costo del actual sistema financiero mexicano, como en el caso de Japón, es principalmente político. El sistema perpetúa y acrecienta el poder de las grandes empresas, de las enormes instituciones financieras y de la burocracia bancaria y financiera con la cual negocia la sociedad en conjunto.¹² El desarrollo de un mercado de capitales podría ayudar a satisfacer las grandes necesidades de capital de la industria mexicana, podría colocarla sobre bases más sólidas, reducir el grado de concentración e imperfecciones del mercado y atraer aquellos fondos de capital ociosos que de otra manera serían probablemente destinados al consumo antaño.

Para que esto suceda los bonos y las acciones tienen que volverse más atractivos para los ahorradores individuales; al

¹⁰ Las razones para un mercado de capitales subdesarrollado son: a) la inflación que cancela el valor de los bonos; b) el volumen reducido del mercado en el que se comercia; c) el bajo nivel del ingreso *per capita* total; d) la escasa publicidad; e) la pequeña disposición para bonos de ciertas instituciones financieras que operan a largo plazo, como son las compañías de seguros y los fondos de pensión; f) la política impuesta por el Gobierno consistente en otorgar un rendimiento relativamente bajo e inalterable por intereses en todos los tipos de nuevas emisiones de acciones. Por tanto, los accionistas son alentados a obtener activos alternativos de igual riesgo, igual liquidez y mayor rendimiento.

¹¹ Hugh T. Patrick, "Finance, Capital Markets and Economic Growth in Japan" en *Financial Development and Economic Growth* publicado por Arnold W. Sametz, New York University Press, 1972, pp. 134-135.

¹² Hugh T. Patrick, *op. cit.*, p. 136.

mismo tiempo, se deben implantar cambios institucionales radicales con el objeto de forzar una reducción sustancial en la concentración del capital de la economía mexicana. Sin embargo, existen pocas señales de que esta tendencia pueda ser aligerada en un futuro cercano, a pesar de que la presente administración ha realizado algunas reformas, necesarias pero no suficientes, en el mercado de capitales. También es verdad que durante los últimos años, con el crecimiento de la clase media, se ha canalizado un gran volumen de ahorros hacia los bancos, las compañías de seguros y los certificados de participación de Nacional Financiera, y que estos fondos han ampliado la oferta de dinero para préstamos. Actualmente se estima que cerca de 50 000 inversionistas son dueños de acciones, 20 000 de los cuales son extranjeros. A pesar de esta cada vez mayor corriente de ahorros, en 1971 los depósitos a plazo fijo representaron el 95% (32 000 millones de pesos) de las operaciones efectuadas, mientras que las transacciones en el mercado de capitales totalizaron solamente el 5% restante.¹³ Probablemente esta situación continuará así por algún período determinado, sobre todo por las presiones inflacionarias de los últimos años que cancelan el valor de los bonos.

Por tanto, los efectos de estos esfuerzos son todavía muy débiles como para transformar eficazmente el sistema financiero o crear una efectiva política antimonopolística. Más aún, los intereses creados en el Gobierno, en la industria y en el sistema financiero son, posiblemente, demasiado grandes como para generar en el corto plazo un profundo cambio en la estructura financiera y monopolística total de la economía mexicana.

En resumen, los conceptos de Cohen sobre la economía japonesa pueden aplicarse casi en su totalidad a nuestro caso en estudio: "las corporaciones obtienen préstamos de los bancos comerciales que convierten en préstamos a largo plazo, o préstamos que se conviertan a largo plazo al ser renovados y renovados hasta que el banco central lo prohíbe. Por tanto, en lugar de emitir acciones en un mercado de capitales dominado por inversionistas establecidos y banqueros inversionistas, las empresas dependen de los bancos comerciales y las financieras para obtener capital a largo plazo. Los grandes bancos proveen a su grupo de grandes empresas con los fondos que necesitan y mientras los necesiten. ¿Qué hay en cuanto a la liquidez de los bancos comerciales bajo tal sistema? La responsabilidad corresponde al banco central. Los bancos comerciales saben que pueden recurrir, y así lo hacen por cierto, al banco central cuando es necesario. El banco central sabe, a su vez, que puede depender de los recursos del Gobierno, el Ministerio de Finanzas, cuando sea necesario. . . A ninguna gran empresa se le permitiría ir a la bancarrota; su banco comercial y su financiera vendrían al rescate. A ningún banco comercial o financiera se le dejaría quebrar; el banco central velaría por su supervivencia. Cualquier dificultad en el caso del banco central sería solucionada con fondos del Gobierno a través del Ministerio de Finanzas. Es diferente, pero funciona y muy bien".¹⁴

¹³ "The Economist Intelligence Unit", Suplemento 1972 de *Quarterly Economic Review on Mexico*.

¹⁴ Jerome B. Cohen, comentarios a *Finance, Capital Market and Economic Growth in Japan*, de H. T. Patrick, *op. cit.*, p. 139.