



Universidad de Valladolid

**Facultad de Ciencias
Económicas y Empresariales**

Trabajo de Fin de Grado

Grado en Finanzas, Banca y Seguros

**Análisis comparativo de la
dimensión de los mercados de
valores.**

Presentado por:

Tania Gil Pachón

Tutelado por:

Félix Javier López Iturriaga

Valladolid, 21 de Junio de 2019

ÍNDICE DE CONTENIDOS

RESUMEN DEL TRABAJO	4
ABSTRACT	5
1. INTRODUCCION.....	5
2. CLASIFICACION DE LOS SISTEMAS FINANCIEROS: EL MODELO CONTINENTAL FRENTE AL MODELO ANGLOSAJON.....	7
3. EL TAMAÑO DE LOS MERCADOS DE VALORES.....	9
3.1. La capitalización bursátil.....	9
3.2. La importancia relativa de las bolsas: Ratio Capitalización/PIB.....	11
3.2.1. Evolución del índice de importancia relativa: 1996-2016.....	13
3.2.2. Capitalización bursátil vs importancia relativa del mercado.....	15
4. EL NIVEL DE LIQUIDEZ EN LOS MERCADOS DE VALORES.....	17
4.1. El volumen de contratación del mercado: valor total de las acciones negociadas (% PIB).....	18
4.2. El nivel de liquidez: Ratio de rotación.....	20
5. CARACTERISTICAS DE LOS MERCADOS SEGÚN LOS VALORES COTIZADOS.....	22
5.1. Número de valores cotizados.....	23
5.2. Tamaño medio de las empresas cotizadas.....	26
5.3. La internacionalización de los mercados de valores.....	28
5.4. Grado de concentración de los mercados de valores.....	30
6. EL PROCESO DE CONSOLIDACION EN EL SECTOR FINANCIERO MUNDIAL.....	33
6.1. Clasificación de los procesos de integración.....	34
6.2. Los procesos de integración más destacados.....	35
6.2.1. NASDAC-OMX:.....	35
6.2.2. NYSE-EURONEXT:.....	36
6.2.3. MERCADO INTEGRADO LATINOAMERICANO (MILA):.....	36
6.2.4. LONDON STOCK EXCHANGE (LSE) – BORSA ITALIANA.....	37
6.2.5. SHANGHAI-HONG HONG STOCK CONECT Y SHENZHEN-HONG HONG STOCK CONECT.....	38
7. CONCLUSIONES	38
8. BIBLIOGRAFIA.....	42

ÍNDICE DE TABLAS Y GRÁFICOS

1. INTRODUCCIÓN.....	5
Gráfico 1.1 Evolución de la Capitalización Bursátil Mundial. 1996-2016	7
2. CLASIFICACION DE LOS SISTEMAS FINANCIEROS: EL MODELO CONTINENTAL FRENTE AL MODELO ANGLOSAJON	7
3. EL TAMAÑO DE LOS MERCADOS DE VALORES.	8
Tabla 3.1: Las 20 Bolsas con mayor capitalización bursátil (millones de USD). 2016.....	10
Tabla 3.2: Análisis de la Capitalización Bursátil desde una perspectiva geográfica	11
Tabla 3.3: Las 20 Bolsas con mayor Ratio Capitalización/PIB en 2016.....	12
Tabla 3.5: Comparativa entre la capitalización bursátil e importancia relativa. .	16
Gráfico 3.1 Evolución del Ratio Capitalización/PIB	14
4. EL NIVEL DE LIQUIDEZ EN LOS MERCADOS DE VALORES	17
Tabla 4.1: Comparativa de la evolución 1996-2016: Market Capitalization (%GDP) y Stock Traded Total Value (%GDP)	19
Gráfico 4.1: Evolución del volumen de contratación de los mercados. 1996-2016	18
Gráfico 4.2: Evolución Turnover Ratio. 1996-2016.....	20
5. CARACTERISTICAS DE LOS MERCADOS SEGÚN LOS VALORES COTIZADOS.....	22
Tabla 5.1: Número de valores cotizados. Año 2016.....	24
Tabla 5.2: Evolución del número de valores cotizados por continente.	25
Tabla 5.3 Número de valores extranjeros cotizados por continente. Año 2016 ..	30
Gráfico 5.1: Evolución del número total de empresas cotizadas. Periodo: 1990-2016	22
Gráfico 5.2: Proporción del número de empresas cotizadas por continente. 2016	23

ÍNDICE DE ANEXOS

Anexo I. Evolución “Capitalización bursátil (%PIB)”. 1996-2016	44
Anexo II. Países con mayor PIB per capital. 2016	45
Anexo III. Relación ratio de importancia económica y PIB per cápita: 2016.	46
Anexo IV. Evolución del ratio "Valor de las acciones negociadas (% PIB)". 1996-2016	47
Anexo V. Evolución del ratio de rotación. 1996-2016.....	48
Anexo VI. Tamaño medio de las empresas cotizadas.	49
Anexo VII. Proporción del número de empresas extranjeras en cada Bolsa.	51
Anexo VIII. Indicadores de concentración de mercado	53

RESUMEN DEL TRABAJO

El profundo desarrollo financiero experimentado en las últimas décadas se ha visto sustentado en el aumento en número e importancia de los mercados bursátiles. Sin embargo se han acentuado las diferencias existentes en la dimensión de las bolsas a nivel geográfico, pudiéndose distinguir con facilidad unas características comunes a cada área bursátil. El gran desarrollo de los mercados norteamericanos o el auge de las bolsas asiáticas distan con la situación actual de las zonas menos avanzadas económicamente, cuya representación a nivel mundial se limita únicamente a las plazas bursátiles emergentes como Brasil, Sudáfrica o Corea del Sur. Estas profundas diferencias, unidas a otros factores como el aumento de la competencia, han derivado en el proceso de consolidación que vive el sector bursátil mundial en la actualidad.

Palabras clave: Mercados financieros, sistema bursátil mundial, mercado de valores, dimensión, proceso de consolidación.

Clasificación JEL:

G15: Mercados financieros internacionales.

En el apartado G de la clasificación JEL se incluyen los temas relacionados con la economía financiera, siendo el subapartado G1 sobre los mercados financieros en general.

ABSTRACT

The deep financial development experienced in the last decades has led to an increase in the number and the importance of the stock markets. However, the differences in the size of the stock markets have been accentuated at a geographical level, and it's easy to distinguish the common characteristics of each stock area. The great development of the North American markets or the rise of the Asian stock markets are far from the current situation of the least economically advanced areas, whose global representation is limited only to emerging stock markets such as Brazil, South Africa or South Korea. These differences, together with other factors such as increased competition have resulted in a process of consolidation that the world's stock exchanges sector is currently experiencing.

Keywords: Financial markets, world stock exchange system, stock market of exchanges, size, process of consolidation.

JEL Classification:

G15: International Financial Markets

In section G of the JEL classification the topics related to the financial economics are included, being the subsection G1 on the general financial markets.

1. INTRODUCCION.

El trabajo de fin de Grado (TFG) que se desarrolla a continuación se centra en el análisis de distintos aspectos que caracterizan a los mercados bursátiles tales como su capitalización, el número y tipología de empresas que los componen o su grado de liquidez. A través de este estudio comparativo se constatan las grandes diferencias existentes en el sistema bursátil mundial.

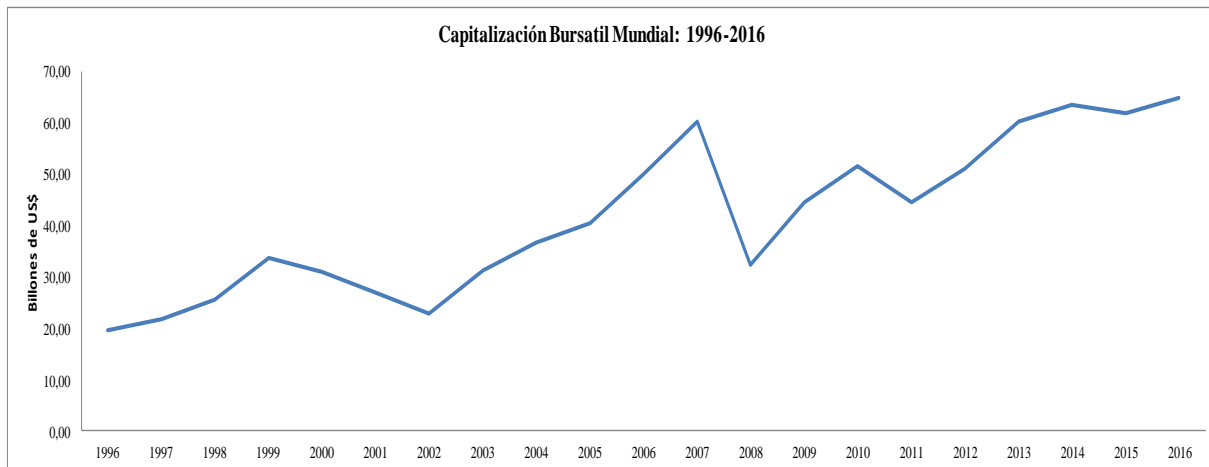
En cuanto a la estructura del TFG presentado se distinguen con claridad tres bloques. En primer lugar, y a modo de encuadre teórico, se explica brevemente los distintos modelos de sistemas financieros para así proceder a la parte central del trabajo, el análisis de los aspectos que definen la dimensión de las bolsas de valores. Finalmente se explica el proceso de concentración en el que está inmerso el sistema bursátil mundial. Para el desarrollo de este TFG se ha realizado un estudio comparativo de los diferentes indicadores de dimensión a través de dos tipos de análisis; un estudio general de todas las bolsas que componen el sistema bursátil y un segundo análisis centrado en la evolución de determinados indicadores durante el periodo de tiempo 1996-2016. Para este último, el ámbito de estudio se ha reducido únicamente a ocho países seleccionados; Estados Unidos, Alemania, Francia, Reino Unido, Japón, Corea del Sur, España e Italia.

Antes de comenzar es necesario enmarcar este estudio desde una perspectiva teórica de los conceptos empleados como el mercado de valores, el sistema financiero que lo engloba así como en la coyuntura financiera actual. El *sistema financiero* recoge el conjunto de instituciones, mercados y medios destinados a canalizar los flujos financieros desde los prestamistas hasta los prestatarios. Por su parte, el *mercado de valores o bursátil* se define como un mercado de capitales organizado donde se establece el precio de los valores que son intercambiados, ya sean acciones, obligaciones, bonos o derivados de estos.

Actualmente el sistema bursátil mundial engloba un total de 56 bolsas de valores y es considerado un mercado globalizado. La tendencia claramente creciente en la capitalización bursátil mundial así como el aumento el número de bolsas de valores reflejan el profundo desarrollo financiero producido en las últimas décadas.

Tal y como se refleja en el *Gráfico 1.1* se ha logrado pasar de 19,62 a 64,92 billones de dólares de capitalización total alcanzados en 2016. Este gran crecimiento se puede explicar por factores como el aumento de la competencia en los mercados a causa su desregulación y el incremento en la libertad de los movimientos de capital, el aumento de la cultura financiera de los inversores o la consecución de largos ciclos alcistas de la economía.

Gráfico 1.1 Evolución de la Capitalización Bursátil Mundial. 1996-2016



Fuente: Elaboración Propia a partir de la base de datos del Banco Mundial.

El desarrollo de las bolsas de valores no se debe únicamente a las plazas bursátiles de los países más desarrollados, sino también al aumento en número e importancia de las bolsas de todo el mundo. A pesar de ello, se han acentuado las diferencias en la dimensión de los mercados de valores desde una perspectiva geográfica, tal y como se va a explicar en el desarrollo del trabajo.

2. CLASIFICACION DE LOS SISTEMAS FINANCIEROS: EL MODELO CONTINENTAL FRENTE AL MODELO ANGLOSAJON.

Los distintos mercados que integran el sistema financiero mundial presentan multitud de diferencias respecto a sus funciones y aspectos que los caracterizan. Un modo de clasificarlos es atendiendo a su orientación. Según esta corriente se pueden distinguir dos tipos de sistemas en función del papel que desempeñan los intermediarios financieros. Por un lado, el sistema continental en donde predomina el sector bancario y por otro, el sistema anglosajón de orientación al mercado.

El origen de esta clasificación radica en la existencia de dos modelos de financiación contrapuestos definidos a través de los aspectos legales, económicos y sociales de cada país. El *modelo de financiación anglosajón* propio de países como Estados Unidos y Reino Unido, se caracteriza por la dispersión de la estructura de propiedad de las empresas y la gran importancia de la inversión institucional en detrimento del papel

desarrollado por las entidades bancarias, provocando la relevancia del mercado de capitales como principal fuente de financiación de las empresas.

Otros rasgos característicos que definen a este modelo son la independencia de los consejos de administración, la disponibilidad de información relativa a las actividades de las empresas y el alto grado de protección legal que obtienen los inversores minoritarios. Estos aspectos se reflejan en sus mercados financieros caracterizándose por su elevada liquidez o el alto número de títulos negociados.

En contraposición encontramos el *modelo de financiación continental* propio de países cuyas empresas presentan una estructura de propiedad muy concentrada, la información publicada al resto de interesados es escasa y el grado de independencia de los consejos de administración es menor que en el modelo anglosajón. El sistema legal de estos países ha derivado en una baja protección de los intereses de los inversores minoritarios así como en el papel fundamental que desempeña el sector bancario como intermediario que abarca todas las funciones del mercado, relegando a los mercados a un segundo plano como vía de financiación de las empresas. Todo ello condiciona el desarrollo de sus mercados financieros tal y como se refleja en indicadores como la menor liquidez, el reducido número de valores cotizados o el alto grado de concentración.

El modo en el que se financian las empresas de un país ha condicionado a su sistema financiero a través de las funciones otorgadas a los intermediarios financieros. El modelo continental se basa en una fuerte presencia del sector bancario, compuesto por un reducido número de grandes entidades bancarias que abarcan todas las funciones del mercado. En cambio, en el modelo anglosajón los intermediarios ejercen una función secundaria, limitándose a la provisión de préstamos de corto plazo y en ciertas actividades muy restringidas. Las funciones que ejercen las entidades bancarias en el modelo continental como la adecuación de los plazos de las inversiones, o la transferencia de funciones son desempeñadas por medio de otros instrumentos como los fondos de inversión y la titularización de activos.

Dentro de ambos extremos representados por Alemania y Estados Unidos se encuentran los sistemas financieros de otros países que combinan rasgos de ambos modelos, como es el caso de Francia y Japón aunque claramente más cercanos al modelo continental, o Canadá y Reino Unido con aspectos más coincidentes con EEUU. A lo largo del

presente trabajo se podrá observar las coincidencias con uno u otro sistema a través de los indicadores de cada mercado bursátil o zona geográfica a la que pertenecen.

3. EL TAMAÑO DE LOS MERCADOS DE VALORES.

El estudio de las bolsas de valores en función de su tamaño se puede realizar a través de distintos indicadores como la capitalización bursátil o su importancia relativa, sin embargo para determinar su tamaño desde un punto de vista global es necesaria la valoración conjunta de ambos indicadores.

3.1. La capitalización bursátil.

La capitalización bursátil es la principal medida para referirse al tamaño de un mercado de valores al indicar el valor de las acciones negociadas. Es el resultado de multiplicar el precio de cotización de una acción por el número total de acciones en circulación.

Según clasificación mundial que se muestra en la *Tabla 3.1* la principal bolsa es la estadounidense *NYSE Group* cuya capitalización bursátil en 2016 alcanzó los 19,5 billones de dólares, más del doble que su inmediata seguidora, la también estadounidense *Nasdaq US*.

La diferencia entre los niveles de capitalización bursátil alcanzados por las dos primeras bolsas con respecto al resto del mercado bursátil mundial es abismal. Entre las dos bolsas estadounidenses concentran el 40,70% de la capitalización total a nivel mundial, lo que convierte a EEUU en el eje del mercado financiero mundial. Una muestra de la gran desigualdad existente entre las 56 bolsas de valores es la presencia del denominado grupo del billón, expresión referida a las 15 bolsas cuya capitalización bursátil está por encima del billón de dólares y que acumula el 86,70% de la capitalización global.

Desarrollando este análisis desde una perspectiva geográfica se vuelven a observar grandes desigualdades a nivel mundial. Destaca el predominio del continente asiático-pacífico puesto que, dentro de las veinte principales bolsas de valores según capitalización, diez pertenecen a dicho continente.

Tabla 3.1: Las 20 Bolsas con mayor capitalización bursátil (millones de USD). 2016

Bolsas	Capitalización Bursátil
NYSE Group	19.573.074
Nasdaq – US	7.779.127
Japan Exchange Group	4.955.300
Shanghái Stock Exchange	4.098.789
Euronext	3.459.874
Shenzhen Stock Exchange	3.212.671
Hong Kong Exchanges and Clearing	3.193.236
TMX Group	1.993.523
Deutsche Börse AG	1.716.042
BSE Limited	1.566.680
National Stock Exchange of India Limited	1.539.585
SIX Swiss Exchange	1.403.356
Australian Securities Exchange	1.268.494
Korea Exchange	1.254.541
Nasdaq Nordic Exchanges	1.248.179
Johannesburgo Stock Exchange	951.320
Taiwan Stock Exchange	844.030
BM&FBOVESPA S.A.	758.566
BME Spanish Exchanges	704.551
Singapore Exchange	640.428

Fuente: Elaboración Propia a partir de las estadísticas anuales publicadas por World Federation of Exchanges.

Conclusiones a las que se puede llegar de igual modo observando la aportación de cada área geográfica a la capitalización global. Tal y como muestra la *Tabla 3.2* la capitalización de las bolsas del área Asia-Pacífico supone el 36,13% de la capitalización total a nivel global, solo por detrás del continente americano con el 46,01%.

Este liderazgo del continente americano responde únicamente a la presencia de las bolsas estadounidenses en esta área. Las bolsas de EEUU concentran el 88,47% de los 31 billones de la capitalización del continente americano. Por ello, no sería correcto considerar a América como la principal área geográfica a nivel bursátil.

Tabla 3.2: Análisis de la Capitalización Bursátil desde una perspectiva geográfica

	2016	
	Totales	Peso
América	30.918.621,25	46,01%
<i>Norteamérica</i>	29.345.723,46	43,67%
<i>Centro-Sur América</i>	1.572.897,80	2,34%
Asia-Pacífico	24.281.463,26	36,13%
Europa	9.610.157,20	14,30%
Oriente Medio	1.313.427,08	1,95%
África	1.079.583,79	1,61%
Total	67.203.252,58	100,00%

Fuente: Elaboración Propia a partir de las estadísticas anuales publicadas por World Federation of Exchanges.

Más allá del liderazgo a nivel mundial, se observa con claridad una gran brecha entre los mercados financieros. Los resultados obtenidos por las plazas más desarrolladas pertenecientes a los ya mencionados Asia- Pacífico, América del Norte y el continente europeo, contrastan con aquellas zonas cuyo mercado financiero presenta niveles de capitalización bursátil muy inferiores. África, Asia Occidental y Centro-Sudamérica representan menos del 6% de la capitalización global.

3.2.La importancia relativa de las bolsas: Ratio Capitalización/PIB

Otro modo de analizar el tamaño de los mercados bursátiles es a través de su importancia relativa expresada por medio del *ratio capitalización/PIB*. Este indicador se emplea para comprender la relevancia de una bolsa de valores en su economía, al expresar su volumen en términos del producto interior bruto de su país.

Según este ratio la principal bolsa a nivel mundial es *Hong Kong Exchanges and Clearing*, al valorar su actividad en un 995,06% del PIB. Sin embargo este resultado puede resultar engañoso al haberse empleado el PIB de Hong Kong de forma individualizada y no el correspondiente al conjunto de su país, China.

Dentro de la clasificación de las veinte principales bolsas de valores según su importancia económica cabe destacar el predominio de los mercados emergentes a causa de su menor PIB frente al obtenido por economías más desarrolladas, lo que explica los altos valores de las bolsas de países como Sudáfrica, Singapur, Malasia, Tailandia, Qatar, Corea o Filipinas. Este

índice resalta la importancia de las ciertas plazas bursátiles de países desarrollados como Luxemburgo, los países nórdicos o Australia. Si únicamente se valorase su capitalización bursátil podría considerarse como mercados poco relevantes; Sin embargo el ratio capitalization/GDP muestra un mercado financiero muy por encima de su economía.

Tabla 3.3: Las 20 Bolsas con mayor Ratio Capitalización/PIB en 2016

Bolsas	Capitalización/PIB
Hong Kong Exchanges and Clearing	995,06%
Johannesburg Stock Exchange	321,98%
Singapore Exchange	215,65%
SIX Swiss Exchange	209,82%
TMX Group	129,81%
Bursa Malaysia	121,33%
Nasdaq Nordic Exchanges	115,54%
The Stock Exchange of Thailand	106,37%
Australian Securities Exchange	105,30%
NYSE Group	105,09%
Luxembourg Stock Exchange	103,89%
Qatar Stock Exchange	101,56%
Japan Exchange Group	100,12%
Korea Exchange	88,90%
Bolsa de Comercio de Santiago	86,01%
The Philippine Stock Exchange	78,63%
Saudi Stock Exchange (Tadawul)	69,43%
BSE Limited	69,21%
National Stock Exchange of India Limited	68,01%
BME Spanish Exchanges	56,94%

Fuente: Elaboración Propia a partir de las estadísticas anuales publicadas por World Federation of Exchanges y la base de datos del Banco Mundial.

Desde un punto de vista geográfico, se reafirma el predominio Asiático-Pacífico al lograr incluir a diez de sus mercados entre las veinte principales bolsas por importancia económica. Sin embargo el mercado financiero asiático se caracteriza por la gran disparidad existente en los niveles de este indicador. Coexisten bolsas de valores con un

nivel muy bajo como Taiwan o la china *Shenzhen Stock Exchange* con las bolsas de *Hong Kong, Singapur, Malasia o Tailandia* cuyo nivel de capitalización supera con claridad el PIB del país.

El resto de zonas geográficas también reflejan características de sus mercados como el liderazgo de los mercados norteamericanos con valores superiores al 100% del PIB, o el contraste existente en Europa, donde destacan los valores obtenidos por parte de países con un mercado sector financiero como las bolsa de Suiza, Luxemburgo o los países nórdicos, frente a los valores medios obtenidos por el resto de bolsas europeas.

En cuanto a las zonas menos desarrolladas económicamente destacan los resultados de América Latina y Asia Occidental. En el primer caso, el indicador muestra la baja relevancia del mercado bursátil latinoamericano en sus economías; Con la excepción de Chile, cuyo desarrollo dada su especial cultura financiera la ha permitido posicionarse como la principal plaza Latinoamérica junto con la brasileña BM&FBOVESPA S.A, muy superior en capitalización.

Del mismo modo ocurre en el continente africano, en donde contrasta la escasa importancia de plazas como la nigeriana frente al 55,6% obtenido por la *Bourse de Casablanca* o el singular caso de la bolsa de Sudáfrica con un 322%. En cambio, las bolsas pertenecientes al área asiático-occidental muestran valores muy superiores al situarse en torno al 60% del PIB, al tratarse de mercados bursátiles en desarrollo sustentados en el sector energético de países con un PIB reducido, con la excepción de *Qatar Stock Exchange* cuya importancia económica se eleva hasta el 101,56%.

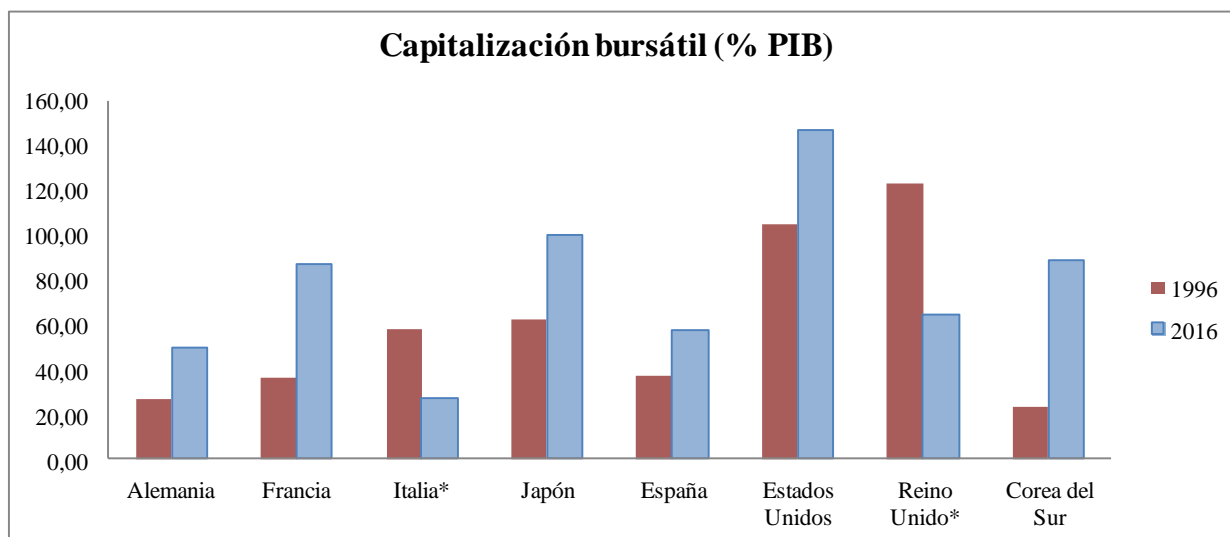
3.2.1. Evolución del índice de importancia relativa: 1996-2016.

Otra perspectiva del análisis sobre las desigualdades existentes en los distintos mercados bursátiles respecto a su tamaño se alcanza a través del estudio de su evolución a lo largo de un periodo de tiempo. Para ello se ha seleccionado ocho países representativos del sector bursátil a nivel mundial para determinar el comportamiento del indicador de importancia económica durante las dos últimas décadas del siglo XXI.

Observando el *Gráfico 3.1* se muestra una tendencia creciente por parte de todos los países seleccionados acorde al crecimiento continuado de la capitalización bursátil global reflejado al inicio del presente trabajo. Entre los países seleccionados destaca Corea del Sur, cuyo mercado *Korea Exchange* obtiene el mayor crecimiento absoluto del periodo analizado, logrando pasar de un 23,26% a un 88,90% de su PIB, seguido de Francia y Estados Unidos.

Analizando la evolución de este indicador con mayor profundidad a través de la tabla adjunta en el *Anexo I. Evolución “Market capitalization (% of GDP)”*. 1996-2016, podemos ver que esta tendencia creciente está condicionada por el ciclo económico. De este modo se observan claros periodos de crecimiento del índice que coinciden con las etapas de crecimiento económico a nivel global y viceversa en los periodos de recesión, como el mínimo histórico obtenido de este ratio de Corea del Sur en 1997 por el inicio de la crisis financiera asiática, o la gran caída de los mercados en 2008.

Gráfico 3.1 Evolución del Ratio Capitalización/PIB¹



Fuente: Elaboración Propia a partir de las estadísticas anuales publicadas por World Federation of Exchanges.

Dicha incidencia de la coyuntura económica en la actividad bursátil es un aspecto que caracteriza a los mercados, y se puede analizar a través de la amplitud del indicador. Países como Francia, cuyo índice de importancia se mueve en un rango muy amplio describiendo profundos crecimientos y descensos a lo largo del periodo analizado, sufre

¹ Por la falta de datos en este indicador para Italia y Reino Unido se han empleado los del año más cercano. Los datos de Italia se corresponden a 1999 y 2014 mientras que en Reino Unido 1996 y 2008.

una fuerte incidencia de la coyuntura económica en el mercado bursátil, contrastando con el mercado alemán cuyo indicador muestra niveles de importancia económica muy estables, sin profundas variaciones.

Por otro lado, y atendiendo únicamente a los resultados obtenidos en el ratio, se puede diferenciar con claridad dos grupos de países, clasificación coincidente con la reflejada a través de la *teoría “mercados anglosajones frente a los mercados continentales”* que se introdujo anteriormente. Por un lado EEUU y Reino Unido se diferencian por situarse en niveles muy altos del índice. Durante toda la serie histórica los resultados de importancia relativa de ambos países oscilan en torno al 100% del PIB, muy lejos de los niveles marcados por el resto de países. En cambio la incidencia de los mercados bursátiles en la economía del resto de países seleccionados es mucho menor, aunque con resultados muy dispersos. Casos como Alemania o Italia, con economías poco bursatilizadas, contrastan con los pronunciados crecimientos previos a la crisis financiera mundial del mercado español, francés o el coreano; mercados que oscilaron en niveles propios de los países anglosajones con ratios capitalization/GDP por encima del 120%.

3.2.2. Capitalización bursátil vs importancia relativa del mercado.

Dado que cada indicador tiene en cuenta diferentes aspectos de los mercados es necesaria su valoración conjunta para realizar un análisis correcto del tamaño de las bolsas de valores. Observando ambos indicadores se puede afirmar la falta de vinculación entre altos niveles de capitalización e importancia económica dada la disparidad existente en los resultados. Tan solo tres de las diez principales bolsas por capitalización logran estar entre las diez principales bolsas en importancia económica.

De este modo se puede llegar a una serie de conclusiones en cuanto al tamaño de los mercados bursátiles. El liderazgo de las bolsas norteamericanas, en especial las estadounidenses, queda reafirmado tras el análisis de ambos indicadores. Su posicionamiento como el principal mercado bursátil del mundo por nivel de capitalización aumenta al lograr destacar dentro de la principal economía del mundo.

Respecto a la relación existente entre el ratio de importancia relativa y el PIB per cápita que refleja el gráfico incluido en el *Anexo III*.

Tabla 3.1: Comparativa entre la capitalización bursátil e importancia relativa.

Bolsas	Puesto por capitalización	Puesto por importancia
NYSE Group	1	10
Nasdaq – US	2	24
Japan Exchange Group	3	13
Shanghai Stock Exchange	4	25
Euronext	5	21
Shenzhen Stock Exchange	6	26
Hong Kong Exchanges and Clearing	7	1
TMX Group	8	5
Deutsche Börse AG	9	22
BSE Limited	10	18
National Stock Exchange of India Limited	11	19
SIX Swiss Exchange	12	4
Australian Securities Exchange	13	9
Korea Exchange	14	14
Nasdaq Nordic Exchanges	15	7
Johannesburg Stock Exchange	16	2
Taiwan Stock Exchange	17	27
BM&FBOVESPA S.A.	18	23
BME Spanish Exchanges	19	20
Singapore Exchange	20	3

Fuente: Elaboración Propia a partir de las estadísticas anuales publicadas por World Federation of Exchanges.

Existe una clara relación positiva entre ambas magnitudes para el segmento de bolsas cuyo ratio de importancia económica supera el 100% entre los que se incluyen los mercados de Hong Kong, Luxemburgo o Australia. Se trata de un conjunto de bolsas pertenecientes a países cuyo alto nivel de riqueza permite a su población participar en la actividad bursátil, contribuyendo al desarrollo de su mercado.

Recordando lo ya mencionado en su correspondiente apartado, en este segmento se incluyen varias bolsas con escasa relevancia a nivel global pero con una capitalización bursátil muy superior al nivel de su economía. Esta particularidad de las *bolsas de*

Sudáfrica, Malasia, Tailandia o Qatar explica la relación negativa existente entre altos niveles de importancia económica y bajos índices de PIB per cápita. Lo mismo ocurre en los principales mercados emergentes como *National Stock Exchange of India Limited* y *BSE Limited* o la bolsa brasileña, en donde la desigualdad de riqueza unida a los altos niveles de población que presentan ambos países acentúan el papel del capital extranjero en el desarrollo de estos mercados emergentes.

4. EL NIVEL DE LIQUIDEZ EN LOS MERCADOS DE VALORES.

El concepto de liquidez de un mercado se centra en la capacidad de ejecutar grandes volúmenes de operaciones de compraventa de una forma rápida y sin grandes repercusiones en los precios, por ello se asocia a la facilidad de desprenderse de un activo. Se trata de un aspecto esencial de los mercados financieros al tener implicaciones directas en la captación de recursos financieros dado al mayor atractivo.

Para cuantificar el grado de liquidez de un mercado se pueden emplear dos tipos de medidas, ex-ante o ex-post.

- Medidas Ex-ante: Indicadores de liquidez que emplean datos anteriores a la ejecución de las operaciones. Se tratan de métodos más difíciles de aplicar por la falta de datos publicados por los mercados. Algunos ejemplos de este tipo de indicadores son la horquilla de precios o la lambda de Kyle.
- Medidas Ex-post: Cuantificadores cuyos datos provienen de las operaciones ya ejecutadas, como el número e importe de las operaciones, frecuencia o su rotación. Este último es el indicador más empleado al interpretarse como el número de veces que un título se ha negociado en un mismo mercado.

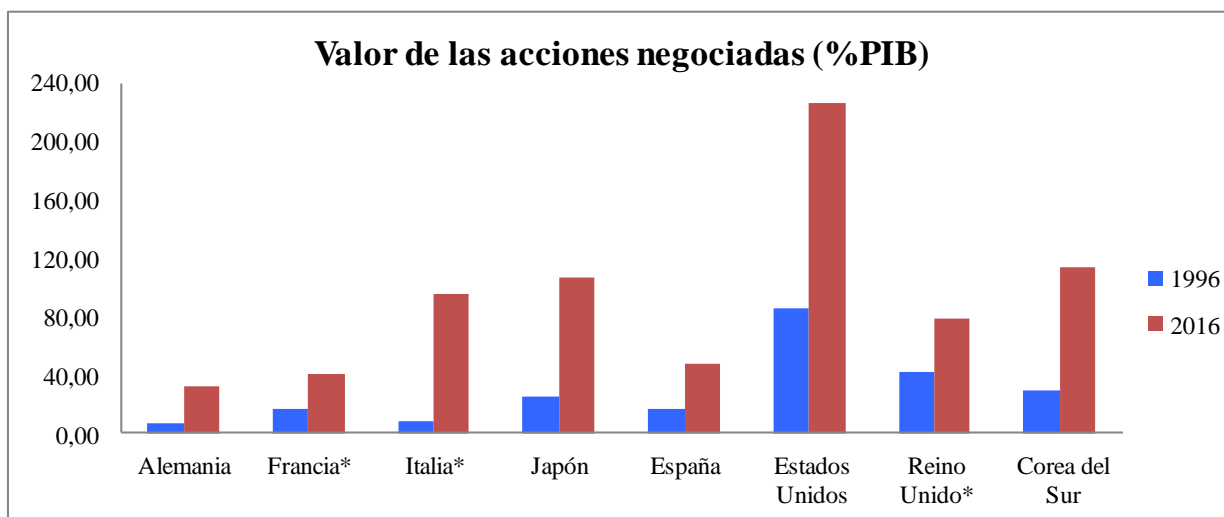
Dada la disponibilidad de datos, este trabajo centra el estudio de la liquidez en dos indicadores ex-post: el ratio *valor total de las acciones negociadas (%PIB)* y el ratio *de rotación*.

4.1. El volumen de contratación del mercado: valor total de las acciones negociadas (% PIB).

El ratio *valor total de las acciones negociadas (%PIB)* se define como el valor total de las acciones negociadas durante un periodo expresado en términos del PIB del país de pertenencia del mercado analizado. La relación de ambas magnitudes expresa el nivel de actividad del mercado de valores, aspecto que ayuda a completar el análisis anterior sobre el tamaño de los mercados.

Analizando de una forma global la evolución de este indicador a lo largo del periodo se observa una tendencia creciente aunque más acentuada en los casos de Corea, Japón y EEUU. Es en este último país donde se registra el mayor crecimiento absoluto del ratio al pasar de un 85,99% en 1996 al 226,57% registrado en 2016.

Gráfico 4.1: Evolución del volumen de contratación de los mercados. 1996-2016



Fuente: Elaboración Propia a partir de la base de datos del Banco Mundial.

El principal aspecto a resaltar tras un primer análisis del *Gráfico 4.1.* y su correspondiente tabla de datos incluida en el *Anexo IV*, es la brecha existente entre los resultados obtenidos por EEUU y el resto de países seleccionados. El volumen de las acciones negociadas en las bolsas estadounidenses se mantiene durante todo el periodo analizado muy por encima de su PIB, llegando a triplicarlo en numerosas ocasiones. Estos niveles distan en gran medida de los obtenidos por el resto de países, tan solo la

bolsa española durante los años 1999-2001 llega a alcanzar niveles cercanos a los registrados por los mercados estadounidenses. Dicha diferencia prevalece en el último año del periodo, siendo EEUU y Corea del Sur los países con mayor índice de actividad bursátil con respecto a su PIB con un 226,57% y 113,44% respectivamente.

Realizando una comparación entre los valores registrados en volumen de contratación y capitalización en porcentaje de PIB se observan varios hechos característicos de los mercados. Tal y como se muestra a continuación en la *Tabla 4.1*, el panorama bursátil ha cambiado radicalmente en los últimos 20 años; por lo general en 1996 la capitalización bursátil era superior a el volumen de contratación registrado, situación que se ha invertido en 2016.

Tabla 4.1 Comparativa de la evolución 1996-2016: Capitalización bursátil (% PIB) y valor de las acciones negociadas (% PIB)²

País	Capitalización bursátil (% PIB)		Valor de las acciones negociadas (% PIB)	
	1996	2016	1996	2016
Alemania	26,55	49,50	5,98	32,43
Francia*	36,30	73,21	16,72	41,01
Italia*	58,33	27,29	42,93	95,54
Japón	62,47	100,32	24,60	105,89
España	37,60	57,18	16,16	47,68
Estados Unidos	104,69	147,30	85,99	226,57
Reino Unido*	122,85	64,97	42,26	95,13
Corea del Sur	23,26	88,90	29,68	113,44

Fuente: Elaboración propia.

Siguiendo esta línea se pueden distinguir en la actualidad dos clases de mercados, por un lado aquellos cuyo volumen de contratación expresado en términos del PIB supera a su capitalización bursátil como es el caso de Reino Unido, EEUU, Japón, Corea o Italia, cuyo alto nivel de actividad contrasta con su capitalización bursátil (95,54%

² En los países resaltados y por ausencia de datos de uno de los indicadores, se han sustituido por el valor del año más próximo. En Francia el valor final corresponde al año 2014, en Italia los datos responden a los años 1999 y 2014, mientras que el valor final de Reino Unido es del 2008.

frente al 27,29%). Por lo contrario los mercados de Alemania, Francia y España se caracterizan por una escasa actividad con respecto a su tamaño, siendo más destacable el caso del mercado bursátil francés al obtener un 41,01% de capitalización bursátil frente al 73,21% de valor de las acciones negociadas en porcentajes del PIB.

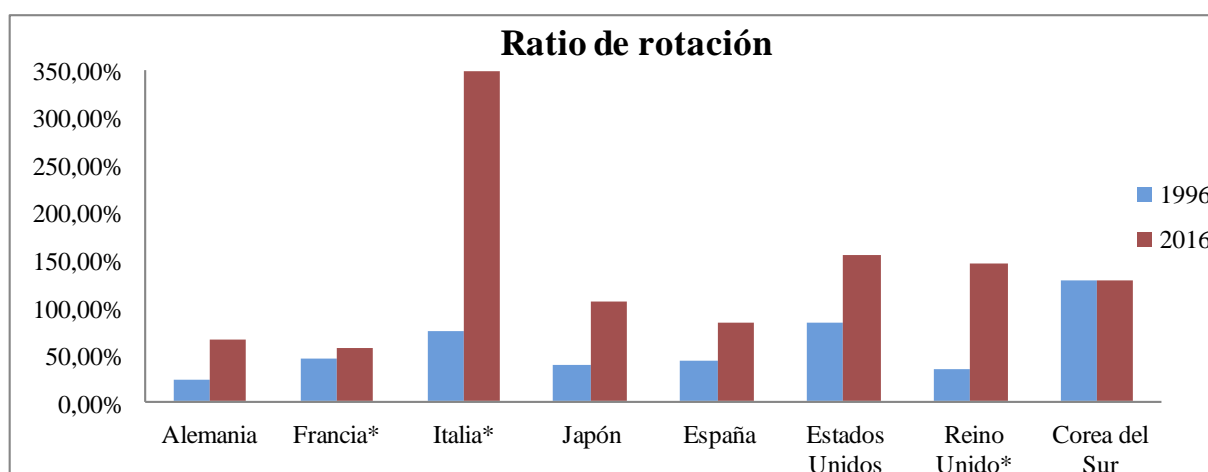
4.2. El nivel de liquidez: Ratio de rotación.

Para completar este bloque de análisis es necesario mencionar un aspecto básico en la liquidez de los mercados como la rotación de sus títulos. El *ratio de rotación* mide el número de veces que se negocia un valor, pudiéndose interpretar como la velocidad con la que un título cambia de mano en un mismo mercado. Para construir este ratio se emplea dos indicadores analizados anteriormente, *Capitalización bursátil (% PIB)* y *valor de las acciones negociadas (% PIB)*.

$$\text{Ratio de rotación} = \frac{\text{Valor de las acciones negociadas (\% PIB)}}{\text{Capitalización bursátil (\% PIB)}}$$

Aplicando este indicador a los ocho países seleccionados podemos observar las grandes diferencias existentes en sus mercados así como la variación experimentada en el periodo 1996 y 2016.

Gráfico 4.2: Evolución del ratio de rotación. 1996-2016



Fuente: Elaboración Propia a partir de la base de datos del Banco Mundial.

Al comienzo de la serie la bolsa coreana era la única cuyo turnover ratio se situaba por encima del 100%, sin embargo en el año 2016 los mercados de EEUU o Japón alcanzan también una liquidez superior a su capitalización bursátil.

Más allá del resumen que representa el *Gráfico 4.2*, es necesario analizar la tabla adjunta en el *Anexo V* donde se refleja la evolución del índice. De una forma general se puede concluir que este indicador está profundamente condicionado a la situación económica de las últimas décadas, coincidiendo los grandes repuntes del ratio en las fases recesivas del ciclo económico.

Desde un punto de vista individualizado destacan las bolsas de Reino Unido y Francia por su moderada liquidez y sin grandes variaciones. Únicamente se produce un gran crecimiento de la liquidez en la bolsa francesa en el año 1998 llegando a alcanzar una valoración de las acciones negociadas del 399,59% de su capitalización.

Con un nivel de liquidez superior se encuentran las bolsas de España, Italia, Alemania y Japón que, exceptuando grandes variaciones, mantienen un grado de liquidez comprendido entre el 85-130%. En este grupo de bolsas destacan tres grandes variaciones del indicador:

- Durante el periodo 1998-2001 se produjo un gran crecimiento de la liquidez en el mercado de valores español.
- La bolsa alemana triplicó en 2008 el nivel de liquidez dado en su mercado a causa del estallido de la crisis financiera mundial de 2008, situándose en niveles alcanzados por las bolsas estadounidenses, tradicionalmente mucho más liquidas.
- La crisis del euro provocó el repunte de la valoración de las acciones negociadas con respecto a su cotización, acentuándose en la bolsa italiana donde este índice alcanzó el 350,01%.

Los mercados bursátiles de Estados Unidos y Corea del Sur se caracterizan por su gran liquidez tal y como se puede observar en su evolución durante las dos últimas décadas, ya que se mantienen en todo momento en valores superiores al 100%. En el caso coreano, su evolución ha estado marcada por la crisis financiera asiática que sufrió

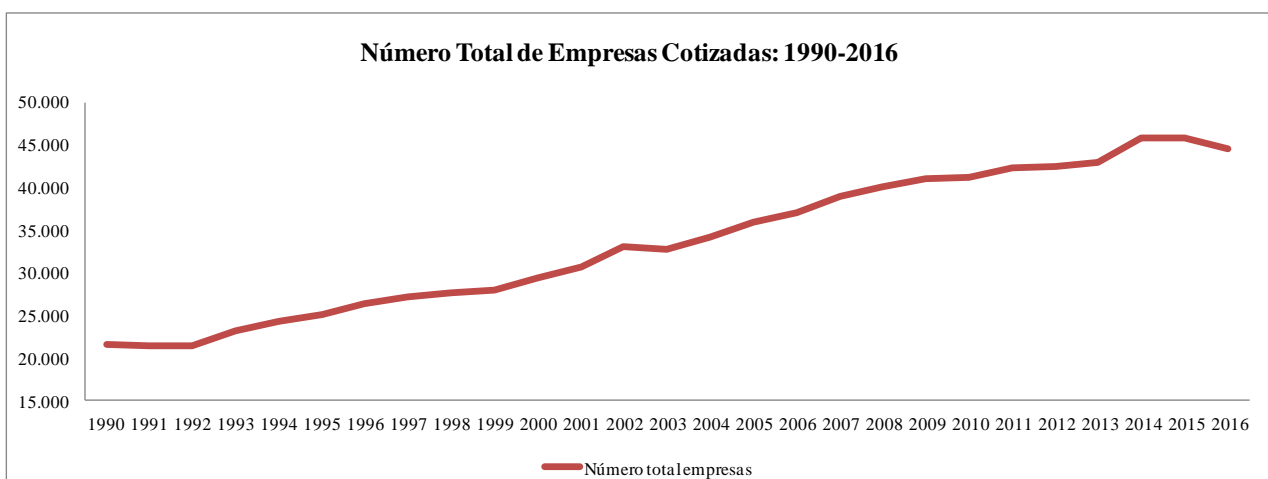
durante los primeros años de esta serie histórica, posteriormente la bolsa se vio superada por los mercados estadounidenses en términos de liquidez.

5. CARACTERISTICAS DE LOS MERCADOS SEGÚN LOS VALORES COTIZADOS.

Uno de los factores que explican el gran desarrollo bursátil producido en las últimas décadas es el espectacular crecimiento del número de valores cotizados en cada uno de los mercados bursátiles. Tal y como refleja el *Gráfico 5.1*, se ha pasado de 21.585 empresas cotizadas al inicio de la década de los 90 a 44.578 empresas registradas en el año 2016.

Entre los principales aspectos que han motivado este crecimiento destaca el proceso de globalización de los mercados financieros. Gracias al aumento de libertad de movimientos de capital y la mejora de las infraestructuras tecnológicas se ha potenciado la inversión de forma global; Convirtiendo a los mercados bursátiles en una importante vía en la financiación de medianas y grandes empresas.

Gráfico 5.1: Evolución del número total de empresas cotizadas. Periodo: 1990-2016

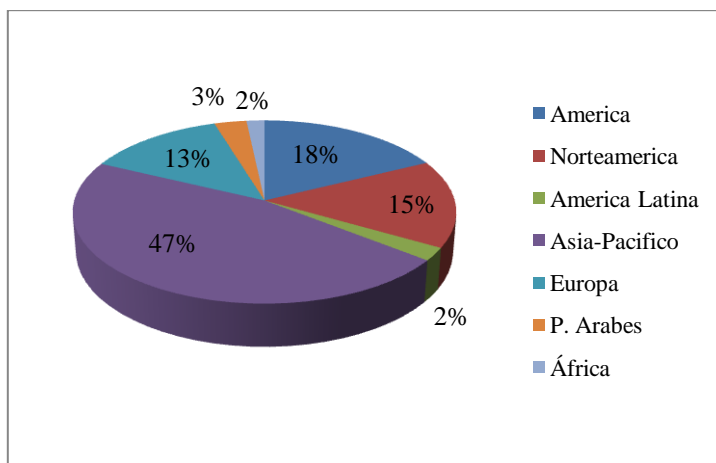


Fuente: Elaboración Propia a partir de las estadísticas anuales publicadas por World Federation of Exchanges.

Este gran crecimiento en el número de valores negociados no se ha producido de un modo equitativo, se han acentuando las grandes diferencias entre Bolsas así como entre las distintas zonas bursátiles desde un punto de vista geográfico. El liderazgo de las

Bolsas de Asia Pacífico se ha visto favorecido por los procesos de concentración producidos en Norteamérica y Europa.

Gráfico 5.2: Proporción del número de empresas cotizadas por continente. 2016



Fuente: Elaboración Propia a partir de las estadísticas anuales publicadas por World Federation of Exchanges.

5.1. Número de valores cotizados.

La *Tabla 5.1* muestra las 20 bolsas de valores con mayor número empresas en cotización, lista liderada ampliamente por la bolsa india *BSE Limited* con 5.821 empresas, seguida por *Japan Exchange Group* con 3.541 y la española *BMS Spanish Exchange* con 3.506 empresas. Es necesario aclarar el dato correspondiente a la bolsa española, puesto que excluyendo a las SICAVS que cotizan en su Mercado Alternativo Bursátil el número de valores cotizados se reduce drásticamente a 169.

Realizando una comparación con la capitalización bursátil de cada bolsa, es necesario resaltar el descenso del número de valores cotizados en la estadounidense *NYSE Group*. La principal Bolsa del mundo en capitalización bursátil tradicionalmente lideraba también respecto al número de valores cotizados, sin embargo en los últimos años ha caído hasta la sexta posición registrando 2.897 empresas en 2016. Este bajo nivel de con respecto a su capitalización bursátil se traduce en un aumento del tamaño medio de sus empresas cotizadas, siendo este un importante rasgo del mercado que posteriormente se analizará en mayor profundidad.

En el lado inverso de la tabla se sitúan bolsas que acorde a su reducida capitalización bursátil presentan un escaso número de valores. Entre ellas se encuentran *Malta Stock Exchange* con 23 empresas, *Qatar Stock Exchange* o *Bahrain Bourse*, ambas con 44 empresas cotizadas.

Tabla 5.1: Número de valores cotizados. Año 2016

Bolsa	Nº Empresas Cotizadas
BSE Limited	5.821
Japan Exchange Group	3.541
BME Spanish Exchanges*	3.506
TMX Group	3.419
Nasdaq – US	2.897
NYSE Group	2.307
Australian Securities Exchange	2.095
Korea Exchange	2.059
Hong Kong Exchanges and Clearing	1.973
Shenzhen Stock Exchange	1.870
National Stock Exchange of India Limited	1.840
Shanghai Stock Exchange	1.182
Euronext	1.051
Nasdaq Nordic Exchanges	938
Taiwan Stock Exchange	911
Bursa Malaysia	903
Singapore Exchange	757
Taipei Exchange	732
The Stock Exchange of Thailand	656
Deutsche Börse AG	592

Fuente: World Federation of Exchanges.

Realizando este análisis desde una perspectiva geográfica se ratifica la existencia de grandes diferencias en el mercado bursátil mundial. De nuevo es *Asia- Pacífico* la principal zona financiera del mundo al reunir el mayor número de valores cotizados, resultado esperado al tratarse del continente con más bolsas. La diferencia respecto al resto del mundo es abismal tal y como muestra la brecha existente entre las dos principales áreas financieras, 25.946 empresas cotizadas en las bolsas asiáticas en 2016 frente a las 8.623 de Norteamérica.

En cuanto al *continente americano*, vuelve a ser necesaria la distinción en dos áreas distintas a causa de la gran disparidad existente entre las bolsas de Norteamérica y Latinoamérica. En la primera destaca la bolsa canadiense *TMX Group* como el mercado con mayor número de valores cotizados con 3.419, seguida por *Nasdaq – US* con 2.897 empresas. Por otro lado vuelven a sobresalir las bolsas brasileña y chilena como las más relevantes en el mercado bursátil latinoamericano, a las que se une la bolsa peruana al equipararse en número de empresas cotizadas a pesar su reducida capitalización bursátil.

Tabla 5.2: Evolución del número de valores cotizados por continente.

	2016	2015	2014	Crecimiento Absoluto
América	9.903	10.203	10.336	-4,19%
<i>Norteamérica</i>	8.623	8.842	9.009	-4,28%
<i>América Latina</i>	1.280	1.361	1.327	-3,54%
Asia-Pacífico	25.946	25.401	24.422	6,24%
Europa	7.363	7.500	7.351	0,16%
P. Árabes	1.707	1.671	1.511	12,97%
África	951	965	958	-0,73%
Total	55.773	55.943	54.914	1,56%

Fuente: Elaboración Propia a partir de las estadísticas anuales publicadas por World Federation of Exchanges.

Por último es necesario mencionar el escaso número de valores cotizados que se concentran en las *bolsas europeas* a pesar del elevado desarrollo de su sistema bursátil. Los resultados obtenidos por sus principales plazas bursátiles como la *Deutsche Börse AG* con 592 empresas listadas o la agrupación europea *Euronext* con 1051, distan en gran medida de las cifras alcanzadas por las bolsas más relevantes a nivel internacional.

Más allá de los datos obtenidos para cada continente, cabe destacar el desequilibrio existente entre las áreas con un amplio desarrollo financiero frente a zonas geográficas con escasa tradición financiera como América Latina, África y los Países Árabes, cuyo número total de empresas cotizadas supone únicamente el 7,06% de la totalidad del mercado bursátil. A pesar del gran aumento de las bolsas árabes en los últimos años, un 12,97% en tan solo dos años, el descenso generalizado del resto de áreas ha acentuado las grandes diferencias existentes entre el continente asiático y el resto del mundo.

5.2. Tamaño medio de las empresas cotizadas.

Continuando con el análisis de las empresas cotizadas en los mercados de valores, el tamaño de esas empresas es un aspecto diferenciador en el mercado bursátil mundial. Para ello se va a utilizar el indicador “*tamaño medio de las empresas cotizadas*”, que compara la capitalización bursátil total de la bolsa con el número de valores que la forman. Al tratarse de un valor medio el indicador pierde representatividad en los casos de gran desigualdad entre las empresas de un mismo mercado en términos de capitalización; Sin embargo nos ofrece una imagen general del tipo de mercado que compone el sector bursátil mundial.

Tal y como se refleja en el *Anexo IV*, son las *bolsas de Norteamérica* las que están integradas por empresas de mayor tamaño al obtener una capitalización media de 3.403 millones, resultado que contrasta con los 769 millones de dólares de capitalización bursátil de las empresas árabes. A pesar de ello, la bolsa cuyas empresas en cotización tienen un tamaño más reducido es la europea *Cyprus Stock Exchange*.

Dentro de las bolsas norteamericanas destaca el contraste existente entre las dos bolsas de Estados Unidos; mientras que la bolsa de Nueva York obtiene el mayor tamaño medio de sus empresas con 8.484 millones de capitalización, *Nasdaq US* se compone con empresas significativamente más pequeñas, algo que se explica por los diferentes límites cuantitativos para el acceso a cada una de las bolsas. Esta diferencia aumenta aún más con respecto a la bolsa canadiense, cuyo alto número de empresas cotizadas provoca que su tamaño medio descienda hasta los 583 millones.

En cuanto al *mercado bursátil europeo*, está compuesto por una empresa media con una capitalización bursátil de 1.305 millones de dólares. Sin embargo se puede distinguir dos tipos de bolsas en función a las empresas que cotizan:

- Bolsas cuya composición se basa en empresas de tamaño medio o pequeño. Corresponden a los mercados bursátiles europeos con menos relevancia en el panorama internacional por su escasa capitalización, con la excepción de la bolsa española. La *BME Spanish Exchanges* logra posicionarse como la quinta bolsa europea por capitalización con un tejido empresarial sustentado medianas o pequeñas empresas, sin embargo incluye un reducido número de grandes

empresas cuya capitalización eleva su indicador “tamaño medio de las empresas cotizadas”. Y es que nuevamente hay que matizar el dato ofrecido en el Anexo IV correspondiente a la bolsa española al incluir a las 3355 empresas listadas en el MAB. Construyendo el indicador con los 169 valores restantes el tamaño medio de las empresas cotizadas se eleva hasta los 4.012 millones de dólares.

- Bolsas cuyos valores corresponden a grandes o medianas empresas, como *Euronext* o la *Deutsche Börse AG* con 2.898 millones de dólares de capitalización media. A su vez destacan bolsas como la *Irish Stock Exchange* con un escaso número de empresas pero de elevado tamaño, o la bolsa suiza que obtiene el tamaño medio más elevado de Europa con 5.315 millones de dólares.

En el *área asiático-pacífico* el tamaño medio de las empresas cotizadas se reduce considerablemente a causa del alto número de mercados bursátiles así como el elevado número de valores negociados en cada uno de ellos. El mercado asiático se caracteriza por estar compuesto por empresas de mediano tamaño entre las que destaca las bolsas indias *BSE Limited*, *National Stock Exchange of India Limited* y la coreana que, a pesar su reducido tamaño medio, se colocan entre las principales plazas bursátiles por nivel de capitalización. Como excepciones a esta generalización aparecen bolsas como *Colombo Stock Exchange* cuyo tamaño medio de sus empresas cotizadas se sitúa en los 63 millones de dólares, o las bolsas chinas y japonesas con empresas cotizadas que se asemejan más a las del mercado europeo.

Entre las *bolsas latinoamericanas* destaca el elevado tamaño medio de las empresas de la bolsa mexicana, con una capitalización media de 2.436 millones de dólares, superando los niveles obtenidos por los dos principales mercados de valores suramericanos, *BM&FBOVESPA S.A.* y la *Bolsa de Comercio de Santiago*. Respecto al *mercado bursátil africano*, el tamaño medio de sus empresas es poco representativo dada la desigualdad existente entre la mayor parte de las bolsas del continente y la bolsa de Sudáfrica, donde la empresa media alcanza una capitalización de 2.530 millones de dólares, muy lejos de los 175 obtenidos por *Nigerian Stock Exchange*.

En cuanto al *mercado bursátil árabe*, se caracteriza por el reducido tamaño medio de sus empresas, condicionado principalmente por el considerable crecimiento

experimentado en el número de valores cotizados en sus bolsas. Por un lado se distingue un grupo de bolsas emergentes pertenecientes a países con un mercado sector energético, como Arabia Saudi, Abu Dhabi o Qatar, cuya bolsa se compone por un reducido número de grandes empresas, situando su capitalización media en 3.518,32 millones de dólares. Por lo contrario, el resto de bolsas que componen el mercado árabe se caracterizan por incluir medianas o pequeñas empresas como ocurre en la bolsa de Palestina, cuyo tamaño medio de sus empresas se encuentra entre los menores de todo el panorama bursátil mundial. Como excepción en este grupo de pequeñas bolsas aparece *Dubai Financial Market* con un sector bursátil aun en desarrollo como muestra su reducido número de grandes empresas en comparación con otros países productores de petróleo.

5.3.La internacionalización de los mercados de valores.

Otro de los aspectos característicos de los mercados atendiendo a las empresas que lo integran es su grado de presencia extranjera. A través del número de empresas extranjeras, y principalmente el porcentaje que suponen estas en su total se puede analizar el grado de internacionalización de un mercado. Los resultados obtenidos por cada empresa de este indicador se incluyen en el *Anexo VII*.

Las bolsas con mayor número absoluto de empresas extranjeras son las dos bolsas estadounidenses, sin embargo su peso en cuanto a la totalidad de empresas cotizadas se diluye en gran medida al suponer tan solo el 21,02% de los valores cotizados en NYSE Group y el 13,39% en Nasdaq.

Observando los mercados de valores en función de la proporción que representan los valores extranjeros frente al conjunto de la bolsa se distinguen diferentes clases de bolsas; por un lado destacan la *Luxembourg Stock Exchange* y *Bermuda Stock Exchange* con niveles de internacionalización por encima del 70%, muy superior a los del resto del sistema bursátil mundial a causa de un especial sistema fiscal favorable para inversores y empresas. Seguido de estos dos casos excepcionales se distingue un conjunto de bolsas con altos porcentajes de valores extranjeros con respecto a los obtenidos por el resto de mercados. Sin embargo dentro de este grupo de bolsas existe

una gran disparidad de resultados, como muestra la bolsa de Singapore con un 36,72%, *Oslo Bors* un 20,09% o la *Deutsche Börse AG* con un 10,30%.

Por otro lado se agrupan aquellas bolsas cuya presencia extranjera es poco representativa al obtener niveles de internacionalización comprendidos entre el 9 y el 2%, entre las que destaca el alto número de bolsas asiáticas y latinoamericanas. Otra tipología de mercado según el número de empresas no nacionales cotizadas son las bolsas cuyo nivel de internacionalización es prácticamente inapreciable al obtener porcentajes inferiores al 1,5%. Por lo general son resultados asociados a bolsas con 1 o 3 empresas extranjeras como es el caso de las bolsas indias, o la gran parte de las bolsas que componen el mercado bursátil africano. Sin embargo también se incluyen en este grupo plazas con un considerable número de valores no nacionales, pero que a causa del elevado número total de valores cotizados provoca que su peso en el mercado sea irrelevante, siendo el caso de la bolsa canadiense *TMX Group* o la bolsa española con 51 y 26 valores extranjeros cotizados respectivamente. Como ya se ha comentado anteriormente el elevado número de empresas cotizadas en la BME se debe a la inclusión de las SICAVS pertenecientes a su mercado alternativo, empresas que se han excluido en el resto de bolsas analizadas. Por ello el grado de internacionalización real de la BME se eleva hasta el 15,38%, resultado acorde al obtenido por las principales plazas europeas.

Por último destaca los diez mercados de valores que se mantienen cerrados al extranjero, entre ellos se encuentran importantes bolsas árabes o las más pequeñas del mercado asiático y europeo.

Esta desigualdad entre los mercados de valores se traslada también a las zonas bursátiles desde un punto de vista geográfico. Tal y como se observa en la *Tabla 5.3 “Número de valores extranjeros cotizados por continente. Año 2016”*, el continente americano concentra el mayor número de empresas extranjeras cotizando en sus bolsas.

Este liderazgo se amplía en términos de importancia de estas empresas no nacionales al suponer el 11,35% del número total de empresas listadas en las bolsas de este continente. Sin embargo esta elevada proporción se debe principalmente a las bolsas de Centro-Suramérica. El 15,63% de presencia extranjera registrada en las bolsas

latinoamericanas junto con el 8,31% de África las convierte en los principales mercados emergentes al situarse en economías en expansión.

Tabla 5.3 Número de valores extranjeros cotizados por continente. Año 2016

	Número Total	Empresas Extranjeras	Peso Emp. Extranjeras
América	9.903	1.124	11,35%
<i>Norteamérica</i>	8.623	924	10,72%
<i>Centro- Suramérica</i>	1.280	200	15,63%
Asia - Pacífico	25.946	673	2,59%
Europa	7.363	491	6,67%
Oriente Medio	1.707	42	2,46%
África	951	79	8,31%

Fuente: Elaboración Propia a partir de las estadísticas anuales publicadas por World Federation of Exchanges.

5.4. Grado de concentración de los mercados de valores.

Para concluir el análisis comparativo de los mercados de valores en función de las empresas que los componen es necesario destacar el grado de concentración que acumulan sus principales valores. Este indicador se define como la proporción de mercado que representan sus principales bolsas, teniendo grandes implicaciones sobre los índices de la bolsa o incluso en la capacidad de los inversores para diversificar su riesgo. Además, el análisis de este indicador resulta esencial para la interpretación de otras características bursátiles como la capitalización, la liquidez del mercado o el tamaño medio de sus empresas puesto que, niveles muy altos de concentración determinarían una gran desigualdad entre las empresas cotizadas.

La definición de concentración de mercado está vinculada al método empleado para medir este indicador, pudiendo distinguir entre dos unidades diferentes:

- La proporción de capitalización bursátil que acumulan las diez empresas con mayor capitalización de la bolsa.
- El volumen negociado que concentran las diez empresas más liquidas del mercado.

A través del estudio de la concentración de los mercados empleando la capitalización bursátil como medida, se observa que los menores grados de concentración se asocian por lo general a las bolsas asiáticas-pacífico. Tal y como muestra en el *Anexo VIII*, 14 de las 20 bolsas con menor porcentaje de concentración según su capitalización bursátil pertenecen al mercado bursátil asiático. Sin embargo es la norteamericana NYSE Group quien obtiene el menor porcentaje de concentración de su mercado al agrupar sus 10 principales empresas el 14,8% de la capitalización bursátil total.

Cercanos a este nivel se sitúan las asiáticas *Shenzhen Stock Exchange* y *Japan Exchange Group* con el 15,2% y 15,6% respectivamente. Dentro del grupo de mercados con menores niveles de concentración destacan dos casos, por un lado *Johannesburg Stock Exchange* que con tan solo un 20,5% de la capitalización bursátil concentrada por sus principales empresas obtiene un bajo grado de concentración inusual en mercados con bajo nivel de desarrollo bursátil, desmarcándose aún más de las características marcadas por otras bolsas africanas. Por otro lado se ha de destacar la *Nasdaq Nordic Exchanges* con el 27,5%, como la bolsa europea que con menor grado de concentración. Sin embargo la falta de datos de las principales bolsas europeas provoca la pérdida de significación de este resultado, al compararse únicamente con los mercados bursátiles europeos de menor tamaño y muy superiores en nivel de concentración.

En el lado contrario de la tabla nos encontramos con las bolsas que obtienen altos niveles de concentración en su mercado. Se caracterizan por tratarse de mercados poco desarrollados o bien con una especial estructura empresarial al tratarse paraísos fiscales como es el caso de *Bermuda Stock Exchange*, *Irish Stock Exchange* y *Malta Stock Exchange* con niveles de concentración cercanos al 90% de la capitalización. Desde un punto de vista geográfico, las bolsas árabes con niveles en torno al 75% se caracterizan por poseer una estructura empresarial basada en un reducido número de importantes empresas que copan la mayor parte de la capitalización bursátil del mercado.

Analizando el grado de concentración medida en función del volumen negociado en el mercado se obtienen las mismas conclusiones desde un punto de vista comparativo entre los mercados bursátiles. De nuevo son las bolsas asiáticas quienes registran los menores niveles de concentración, siendo esta vez dos bolsas chinas quienes lideran este

ranking con tan solo el 6,1% y el 6,3% de las acciones negociadas concentradas en sus 10 empresas más líquidas. Por lo contrario, las mayores concentraciones se registran en *Irish Stock Exchange* y *Dubai Financial Market* con un 95,4% y 93,8% respectivamente.

Tal y como se observa en el *Anexo VIII*, los niveles de concentración de la liquidez del mercado se acentúan en mayor medida en ambos extremos. Por lo general, los mercados menos concentrados según la capitalización bursátil obtienen menores resultados según el volumen negociado. En este sentido destacan la norteamericana *Nasdaq-US*, *Korea Exchange* y *Taiwan Stock Exchange* al mejorar considerablemente la concentración de liquidez frente a la obtenida por capitalización. Como excepción a este comportamiento general aparecen la bolsa de Sudáfrica y la de Singapur mostrando niveles de concentración de liquidez inferiores. Del mismo modo ocurre en el extremo de la tabla, en donde los mercados más concentrados ven acentuados los niveles obtenidos en función de su liquidez.

De este modo se puede llegar a una serie de conclusiones desde un punto de vista geográfico. Las *bolsas asiáticas* muestran reducidos niveles de concentración en ambas medidas de este indicador, resultados que se extienden incluso a los mercados más pequeños, los cuales presentan un grado de concentración moderado. Esta baja concentración se explica por varios factores presentes en la mayoría de las bolsas asiáticas, como la igualdad de las empresas cotizantes en términos de capitalización bursátil y liquidez, o escaso número de valores extranjeros. La ausencia de grandes empresas no nacionales en su cotización permite mantener esa igualdad. Precisamente es en la bolsa con mayor presencia extranjera, *Singapore Exchange*, donde se produce mayor discrepancia en los indicadores de concentración al elevarse la concentración de la liquidez hasta el 42%

Al igual que en caso anterior, las *bolsas de Norteamérica* se caracterizan por su bajo nivel de concentración acorde a su alto nivel de desarrollo bursátil. Sin embargo la falta de información sobre la concentración de la liquidez en la Bolsa de Nueva York nos impide constatar que Nasdaq se componga de empresas más líquidas.

Las *bolsas latinoamericanas* por lo general presentan niveles moderados de concentración, como los obtenidos por sus dos principales bolsas BM&FBOVESPA S.A. y Bolsa de Comercio de Santiago con valores cercanos al 40%. Por lo contrario, en la bolsa colombiana, el 71,5% de su capitalización bursátil corresponde a sus diez principales empresas. La falta de datos relativos a la concentración existente en las principales *bolsas europeas* provoca que resulte irrelevante un análisis conjunto de sus características, centrándose únicamente en las bolsas pequeñas. Estas bolsas se caracterizan por un reducido número de empresas y por un alto grado de concentración, lo que indica una gran desigualdad entre los valores cotizados. Cabe destacar el caso especial de *Irish Stock Exchange*.

Tal y como ya se ha comentado anteriormente, las *bolsas árabes* se caracterizan por una alta concentración a causa de su composición a través de un reducido número de valores pero lideradas por una o dos grandes empresas. En cuanto a las *bolsas africanas*, únicamente la bolsa de Marruecos y la nigeriana presentan características comunes correspondientes a un alto grado de concentración, nivel que se reduce en sus dos bolsas más desarrolladas, *The Egyptian Exchange* con el 51% y *Johannesburg Stock Exchange* con el 20,5%

6. EL PROCESO DE CONSOLIDACION EN EL SECTOR FINANCIERO MUNDIAL.

La globalización y los avances tecnológicos han permitido al sector financiero mundial iniciar un proceso de concentración destinado al aprovechamiento de economías de escala y el consiguiente abaratamiento de sus costes. Este proceso comenzó con la liberalización del sector a través de la privatización de las bolsas.

Esta tendencia fue impulsada por la aparición de factores clave como la creación de la Unión Europea y su compromiso en la creación de un mercado único de servicios de inversión, los cambios regulatorios en busca de la armonización del mercado o la aparición de nuevos competidores en el sector como las nuevas plataformas de negociación electrónica o los nuevos mercados sin transparencia que captan gran parte de los volúmenes negociados.

Con independencia del tipo de procedimiento empleado para lograr la integración del mercado se identifican unos objetivos comunes que van más allá de la propia reducción de los costes;

- Aumento de la liquidez y profundidad de los mercados al abrirse a nuevos inversores así como a empresas en busca de financiación.
- Acceder a nuevos sistemas de negociación y contratación, que por su alto coste resultan inviables para mercados financieros de menor tamaño. Esta modernización tecnológica deriva en una mejora en la determinación de los precios, aumentando la eficiencia del mercado.
- Crecimiento de los volúmenes de actividad al abrirse a nuevos inversores. Dado que la remuneración obtenida por los mercados dependen del número de transacciones y de los gastos derivados de sus cotizaciones, la previsible reducción de los costes supondría una mejora en las ganancias de estas sociedades de bolsa.
- Desde el punto de vista de las empresas emisoras de títulos, la integración de los mercados de valores aumenta su presencia en el mercado financiero, logrando acceder a mayores volúmenes de capital y permitiendo reducir los costes por financiación propia.
- En cuanto a los efectos de la integración sobre los inversores destaca el aumento de la diversificación de su cartera desde un punto de vista geográfico, al poder acceder a un mayor número de activos con las consecuentes mejoras en combinaciones de rentabilidad-riesgo. Por ello, el proceso de consolidación del sector financiero tiene importantes consecuencias en la toma de decisiones de inversión y en la gestión de carteras.

6.1. Clasificación de los procesos de integración.

Tal y como se verá posteriormente en el detalle de los procesos de integración más destacados, se pueden distinguir dos tipos de procedimientos que los mercados han llevado a cabo:

- Consolidación horizontal: La integración se limita a instituciones que ofrecen los mismos servicios, ya sea de negociación, liquidación o compensación. Un ejemplo de aplicación de este tipo de procedimiento es la creación de Euronext.

- Consolidación vertical: Se produce la agrupación de todos los servicios en una misma institución, generalmente bajo la figura de un holding.

Otra posibilidad de clasificación es a través del alcance de estos procesos de consolidación de los mercados bursátiles:

- Nacional: Supone la agrupación de las diferentes sociedades bursátiles existentes a nivel local con el objetivo de unificar el mercado bursátil nacional. Ejemplo: La creación de Bolsas y Mercados Españoles.
- Regional: La integración se extiende a las distintas bolsas de una misma región geográfica, como la fusión de los mercados nórdicos y bálticos en OMX AB o Euronext, el mayor mercado bursátil europeo.
- Internacional: El último grado de desarrollo del proceso de consolidación es la aparición de acuerdos transcontinentales como el realizado en 2007 entre la Bolsa de Dubai, Nasdaq y OMX AB teniendo como resultado Nasdaq-OMX.

6.2.Los procesos de integración más destacados.

6.2.1. NASDAQ-OMX:

NASDAQ-OMX Group es una multinacional de servicios financieros en la que se agrupan tres grandes mercados de valores; *Nasdaq Stock Market*, *Nasdaq Nordic Markets*, y *Nasdaq Baltic Markets*.

Es el resultado de uno de los principales procesos de consolidación al haber pasado por todas las etapas hasta llegar a la integración transcontinental de los mercados bursátiles gracias a la adquisición del grupo OMX por parte de la bolsa norteamericana NASDAQ. Sin embargo esta integración únicamente se extiende a los sistemas de negociación de las bolsas puesto que los servicios de post-contratación los realizan entidades externas como Euroclear.

Para poder comprender su importancia en el panorama internacional es necesario explicar las sucesivas fusiones que dieron lugar a *OMX Nordic Exchange* como conglomerado de bolsas nórdicas y bálticas antes de su adquisición por la bolsa estadounidense.

- En 1985 se creó en Estocolmo el mercado de derivados OM (Optionsmarknaden). Trece años más tarde se fusiona con la Bolsa de Estocolmo dando lugar al *Grupo OM*. En ese mismo año se formalizó la alianza estratégica NOREX, que establecía un sistema común de negociación de acciones entre el grupo sueco y la Bolsa de Copenhague, y a la que se unirían años más tarde las bolsas de Islandia, Oslo, Vilna y Riga.
- En 2003 se creó OMHEX como resultado de la fusión entre el Grupo OM y HEX Group, organización que englobaba a las Bolsa de Helsinki y Tallin.
- Tras los sucesivos cambios de nombre e incorporaciones de las bolsas de Copenhague, Islandia y Armenia, se crea el conglomerado de bolsas nórdicas OMX Nordic Exchange que fue adquirida en 2007 por la bolsa norteamericana NADASQ.

6.2.2. NYSE-EURONEXT:

NYSE-Euronext es el primer mercado transcontinental del mundo tras la fusión del grupo norteamericano NYSE con la bolsa paneuropea Euronext en 2007. Tiene su origen en el proceso de consolidación europeo iniciado en 2000 por las bolsas de Ámsterdam, Bruselas y París, a las que se unieron en 2002 las bolsas de Lisboa y Oporto así como el mercado de derivados Londinense LIFFE.

Se caracteriza por tratarse de una consolidación horizontal a nivel internacional al establecer únicamente un sistema de contratación común para cada uno de los mercados que engloba, sin embargo las operaciones de liquidación y compensación se desarrollan por sociedades independientes como Euroclear, LCH Clearnet o DTCC.

6.2.3. MERCADO INTEGRADO LATINOAMERICANO (MILA):

El MILA o Mercado Integrado Latinoamericano surge del acuerdo entre cuatro países para expandir sus mercados de valores así como aumentar la eficiencia de estos. A pesar de que las negociaciones para lograr su integración se iniciasen en 2009, no fue hasta 2011 cuando la Bolsa de Comercio de Santiago, la Bolsa de Valores de Colombia y la

Bolsa de Valores de Lima comenzaron a operar como un mercado único, al que posteriormente se incorporaría la Bolsa Mexicana de Valores.

La creación del MILA sirve de ejemplo del proceso de consolidación de sus mercados de valores a nivel regional y vertical, al incluir también las sociedades de servicios de post-contratación de cada bolsa. Este proceso de consolidación se caracteriza por la independencia de cada bolsa nacional al tratarse únicamente de un acuerdo que posibilita la inversión en cualquiera de las cuatro bolsas sin el aumento de los costes de compensación y liquidación.

6.2.4. LONDON STOCK EXCHANGE (LSE) – BORSA ITALIANA

Una de las plazas que más protagonismo ha tenido durante todo el proceso de consolidación de los mercados mundiales ha sido la LSE, ya que por su importancia económica e histórica ha sido objeto de múltiples procesos de compra fallidos. El grupo OMX, NASDAQ o la Deutsche Börse han buscado en repetidas ocasiones fusionarse con la bolsa inglesa, que finalmente adquirió en Octubre de 2007 a la Borsa Italiana.

Como resultado de esa fusión surge LSE Group, un gigante financiero que engloba cuatro mercados de capitales; London Stock Exchange, Borsa Italiana, Turquoise (mercado paneuropeo de renta variable) y MTS Markets (mercado electrónico de renta fija). En los últimos años el grupo ha intensificado su participación en servicios de post-contratación al adquirir en 2013 la empresa de compensación LCH Clearnet, que se une a las italianas CC&G y Monte Titoli especializadas en servicios de compensación, liquidación y custodia. Además de los anteriores servicios de post-contratación tradicionales, LSE Group ofrece servicios de asesoramiento a empresas a través de Unavista.

Este nuevo modelo de negocio vertical contrasta con el enfoque individual previo a la fusión. Tradicionalmente la LSE se había mostrado contraria a la integración de negocios, en cambio la Borsa Italiana era el resultado del proceso de integración horizontal y vertical vivido en el mercado financiero italiano al reunir los mercados de acciones, renta fija, derivados y los servicios de liquidación y custodia.

6.2.5. SHANGHAI-HONG HONG STOCK CONECT Y SHENZHEN-HONG HONG STOCK CONECT

La primera muestra del proceso de consolidación en el mercado financiero asiático se produjo en Noviembre de 2014 con la formalización del acuerdo *Shanghai-Hong Hong Stock Conect*, y posteriormente *Shenzhen-Hong Hong Stock Conect*. Estos acuerdos comerciales conectan la bolsa de Hong Kong (SEHK) con las bolsas de Shanghái y Shenzhen a través del acceso mutuo a sus valores negociados en RMB como moneda red, extendiéndose estos acuerdos a los servicios de liquidación y compensación.

Este proceso de integración se caracteriza por reducirse únicamente a un acuerdo de la bolsa de Hong Kong con las otras dos bolsas chinas. Esta consolidación a nivel regional y vertical tiene una gran importancia internacional al favorecer la apertura a inversores extranjeros de plazas bursátiles aún muy nacionalizadas.

7. CONCLUSIONES

Una vez realizado el análisis de los aspectos que caracterizan a los mercados de valores se constata la gran diversidad de plazas que componen el sector bursátil mundial, ya no solo en cuanto a su tamaño sino a las grandes diferencias en cuanto a liquidez y grado de concentración de mercado, aspectos que reflejan el modelo de financiación intrínseco del país.

A nivel geográfico se refleja el gran desequilibrio económico existente entre los continentes, Norteamérica, Asia y Europa consolidan su desarrollo financiero en detrimento de las zonas menos avanzadas económicamente cuyos mercados bursátiles se centran principalmente en los países emergentes como Brasil, India, Sudáfrica o Corea del Sur. A modo de conclusión se van a describir los principales aspectos de las bolsas de cada área geográfica.

El mercado bursátil norteamericano:

El gran tamaño e importancia de los mercados estadounidenses unido a un desarrollado mercado canadiense convierten a América del Norte en el eje financiero del mundo. Sus

tres bolsas se caracterizan por una alta capitalización, el gran número de valores cotizados y un reducido nivel de concentración de los mercados, rasgos que reflejan su especial modelo de financiación anglosajón.

Una de las características que definen a las dos bolsas estadounidenses es la fuerte presencia extranjera, aspecto que le convierte en el país con mayor número absoluto de empresas no nacionales. Este hecho se explica por el gran prestigio que supone para las empresas cotizar en uno de los principales centros financieros del mundo, derivando en un gran foco de captación de inversiones.

Es en este punto donde se acentúan las diferencias entre las dos bolsas estadounidenses; Nasdaq-US a pesar de ser la mayor bolsa estadounidense por número de valores cotizados y ser considerada la principal plaza tecnológica del mundo presenta un reducido tamaño medio de sus empresas. Esta diferencia significativa con respecto al dato obtenido por la bolsa de Nueva York se debe al menor límite de acceso a la negociación, aspecto que le permite admitir a más empresas pero con menor capitalización.

Respecto al mercado bursátil canadiense, *TMX Group* agrupa a las dos bolsas nacionales, La Bolsa de Valores de Toronto y TSX Venture Exchange. Es una de las principales bolsas del mundo por capitalización bursátil y tiene especial relevancia en el segmento bursátil energético. Se caracteriza por ser la mayor bolsa norteamericana por número de valores cotizados y por integrarse por pequeñas y medianas empresas principalmente nacionales, tal y como se refleja en el reducido tamaño medio obtenido en 2016.

El mercado bursátil centro-sudamericano:

Las bolsas de valores que componen el sector bursátil latinoamericano se caracterizan por su escasa relevancia a nivel internacional a causa de su bajo grado de desarrollo. Se trata de mercados de reducida capitalización, escasa liquidez, con baja importancia en la economía de su país y con un alto grado de concentración de mercado.

Sus principales plazas corresponden a dos economías emergentes como Brasil y Chile, cuyos indicadores se desmarcan en gran medida de las características descritas anteriormente. Destaca el escaso desarrollo financiero de países económicamente más fuertes como es el caso de Argentina o México, cuyas bolsas de valores se ven superadas en relevancia internacional por mercados de países como Perú y Chile tal y como demuestra la fuerte presencia extranjera de sus bolsas.

El Mercado Bursátil Europeo:

El mercado europeo se caracteriza por englobar a bolsas de características muy diversas, mayoritariamente mercados de valores de mediana o reducida capitalización a excepción de sus cuatro principales plazas quienes se incluyen dentro del grupo del billón. Resalta la importancia del proceso de concentración experimentado en los mercados europeos para poder competir como una de las principales zonas bursátiles del mundo dada la pérdida de relevancia que han sufrido en las últimas décadas a causa del auge de las bolsas asiáticas.

Centrándonos en las características de sus principales mercados se puede distinguir un grupo de bolsas con rasgos comunes compuesto por la *Luxembourg Stock Exchange*, *SIX Swiss Exchange* y el conglomerado de bolsas nórdicas *Nasdaq Nordic Exchanges*. A pesar de no ser plazas con especial relevancia en cuanto a capitalización destacan a nivel mundial por su gran desarrollo bursátil e importancia económica. Se caracterizan por presentar una importante presencia extranjera, llegando hasta el 84,44% en el caso de Luxemburgo con la excepción de las bolsas nórdicas quienes se distinguen por ser plazas muy nacionalizadas.

Por lo contrario el resto de los principales mercados europeos presentan indicadores propios de economías poco bursatilizadas causados por el mercado modelo de financiación continental que ostentan estos países. Se caracterizan por una escasa actividad bursátil en comparación con su capitalización, su escaso número de valores cotizados y, sobre todo, por su moderada liquidez. Sin embargo se pueden distinguir aspectos diferenciadores de cada mercado como la gran estabilidad de la bolsa alemana *Deutsche Börse AG* frente la fuerte dependencia de la coyuntura económica que presenta la actividad bursátil de la bolsa española y francesa.

Respecto al mercado de valores inglés, se trata de un caso especial dentro del mercado bursátil europeo dado su modelo de financiación; Sin embargo la falta de datos ha impedido un análisis completo de la *London Stock Exchange*. A pesar de ello, sus indicadores de importancia económica y liquidez reflejan características de su modelo anglosajón aunque más moderado que en el caso estadounidense.

Los mercados bursátiles africanos y árabes:

Se trata de las dos áreas geográficas con menor grado de desarrollo bursátil al representar el conjunto de sus plazas menos del 4% de la capitalización bursátil mundial en 2016. Dentro del mercado africano destaca la bolsa *Johannesburg Stock Exchange* que logra colocarse entre las veinte principales bolsas por capitalización. El gran desarrollo bursátil surafricano se refleja en su elevada importancia relativa, una alta presencia extranjera, la moderada concentración de mercado y por integrarse por un considerable número de grandes empresas que elevan su tamaño medio hasta niveles propios de las principales plazas a nivel mundial. Estos resultados contrastan radicalmente con los obtenidos por el resto de plazas africanas incluidas las bolsas de los países económicamente más fuertes como Egipto o Marruecos.

En cuanto al mercado de valores árabe presenta más rasgos comunes, caracterizándose por integrar bolsas de reducida dimensión y con un alto grado de concentración de mercado al negociar un reducido número de valores correspondientes a grandes empresas petrolíferas. Su principal mercado por nivel de capitalización es *Saudi Stock Exchange*.

El mercado bursátil asiático:

Desde una perspectiva geográfica la zona asiática-pacífico se coloca como la principal área financiera del mundo tanto por número de bolsas como por la importancia a nivel mundial de estas. El mercado asiático se integra por dieciocho bolsas de las cuales diez están entre las veinte principales bolsas por capitalización bursátil, provocando que esta área acumule el 36,13% de la capitalización bursátil mundial en 2016.

Se caracterizan por tratarse de plazas con una alta importancia económica, por su moderada concentración y sobre todo por el gran volumen de valores que se negocian en ellas ya que el 46,5% de las empresas cotizadas en el mundo corresponden al mercado asiático. Otro aspecto que caracterizan a las bolsas asiáticas es la reducida presencia extranjera y es que, a pesar de ser la segunda zona con mayor número absoluto de empresas no nacionales cotizando en sus mercados, la realidad es que estas se concentran únicamente en tres mercados: *Singapore Exchange*, *Hong Kong Exchanges and Clearing* y *Australian Securities Exchange*. Las limitaciones legales a la negociación de valores extranjeros existentes en la mayor parte de las plazas asiáticas provocan que un gran número de estas continúen cerradas al exterior.

8. BIBLIOGRAFIA

- Allen, F. y Gale, D. (2001): Comparing financial systems. MIT Press. Cambridge.
- García-Vaquero, V. (2001): La integración de los mercados de renta variable europeos: Desarrollos recientes. Boletín económico del Banco de España.
- González Pueyo, J. (2010): El Proceso de consolidación de infraestructuras de mercado. Monografía nº 39. Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- Martín, J.L. y Trujillo, A. (2004): Manual de mercados financieros. Thomson. Madrid.
- Moral Bello, C. (2000): Los Mercados Financieros. International Technical & Financial Institute. Madrid.
- The World Bank, Database: “*Market capitalization of listed domestic companies (% of GDP) 1996-2016*”
- The World Bank, Database: “*Market capitalization of listed domestic companies (current US\$) 1996-2016*”
- The World Bank, Database: “*Stocks traded, total value (% of GDP) 1996-2016*”
- World Federation of Exchanges, “*Annual Statistics Guide 2015*”
- World Federation of Exchanges, “*Annual Statistics Guide 2016*”
- London Stock Exchange Group: Markets, Products and Service. <https://www.lseg.com/markets-products-and-services>. [Consulta 09/03/2019]
- Mercado Integrado Latinoamericano: Reseña histórica. <http://mercadomila.com/quienes-somos/resena-historica/> [Consulta 09/03/2019]

NYSE Euronext: <https://www.euronext.com/en/we-are-uronext> [Consulta 23/02/2019]

Nasdaq-OMX Group: <https://business.nasdaq.com/>[Consulta 23/02/2019]

Nasdaq Nordic Markets: Abouts us. http://www.nasdaqomxnordic.com/about_us/
[Consulta 23/02/2019]

Nasdaq Baltic Markets: About us. <https://nasdaqbaltic.com/en/about-us/nasdaq-baltic/>
[Consulta 23/02/2019]

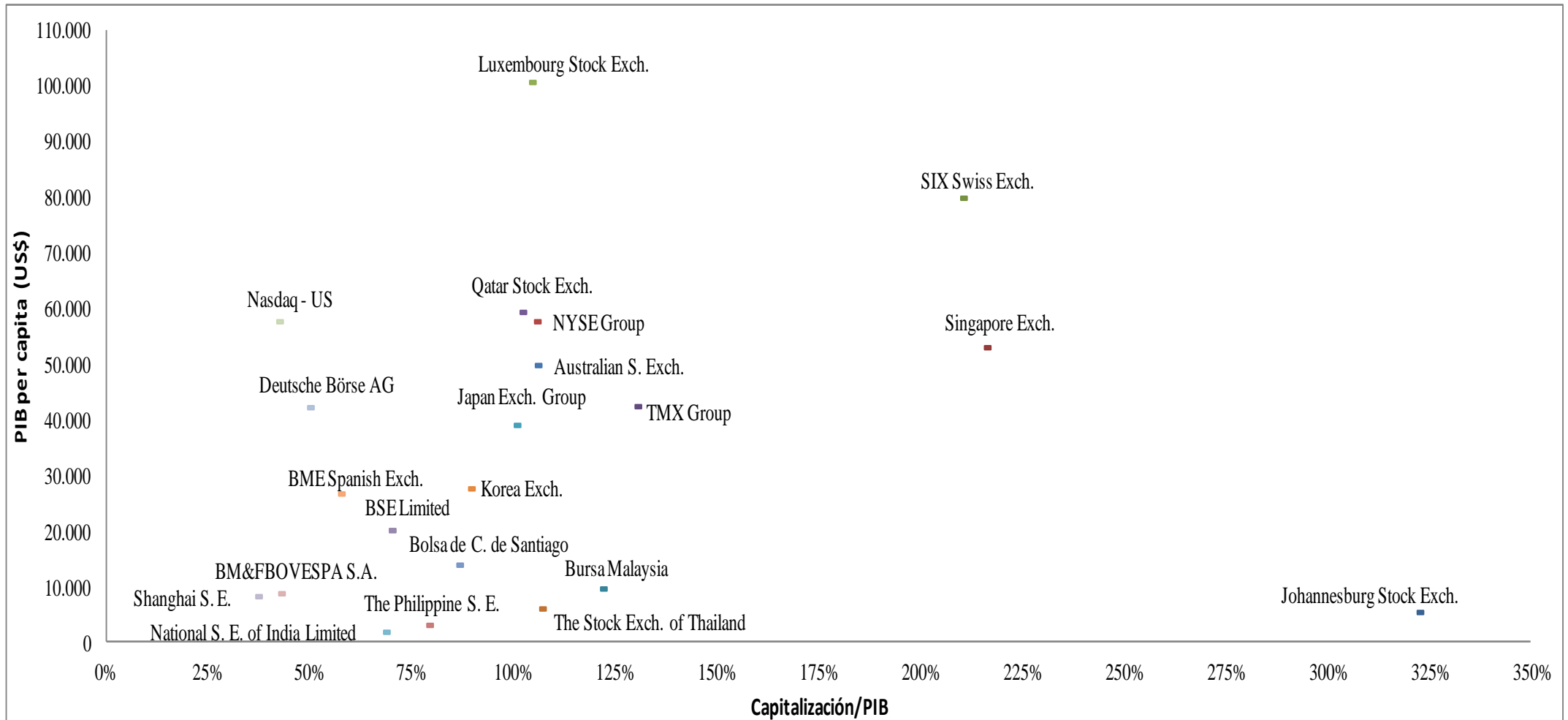
Anexo I. Evolución “Capitalización bursátil (% PIB)”. 1996-2016

País	Alemania	Francia	Italia	Japón	España	Estados Unidos	Reino Unido	Corea del Sur
1996	26,55	36,30	..	62,47	37,60	104,69	122,85	23,26
1997	37,19	46,17	..	47,24	49,33	125,11	134,56	7,51
1998	48,78	10,00	..	60,50	65,18	142,18	141,52	30,62
1999	65,10	100,18	58,33	97,66	68,05	152,97	178,84	63,09
2000	65,14	105,71	67,30	64,60	84,69	146,89	157,57	30,49
2001	54,94	84,98	45,38	52,62	74,80	131,65	133,26	43,88
2002	33,00	64,45	37,67	50,29	65,46	100,70	105,61	41,17
2003	43,06	73,37	39,17	66,43	80,08	123,94	119,59	48,41
2004	42,37	73,40	43,91	73,89	87,95	132,98	117,87	56,00
2005	42,01	79,80	43,08	96,16	82,95	129,84	121,93	79,94
2006	54,54	104,44	52,84	101,85	104,62	141,23	141,19	82,47
2007	61,20	102,90	48,68	95,92	121,66	137,61	125,58	99,99
2008	29,60	50,37	21,84	61,85	58,00	78,75	64,97	46,98
2009	37,81	72,25	30,01	63,20	95,70	104,57	..	92,53
2010	41,84	72,22	25,18	67,15	81,84	115,50	..	99,76
2011	31,52	54,28	18,96	54,01	69,29	100,79	..	82,84
2012	41,94	67,43	23,24	56,08	74,49	115,56	..	96,45
2013	51,59	81,93	28,89	88,12	81,99	143,99	..	94,56
2014	44,82	73,21	27,29	90,29	72,17	151,39	..	85,93
2015	51,01	85,81	..	111,68	65,99	138,98	..	89,04
2016	49,50	87,48	..	100,32	57,18	147,30	..	88,90

Anexo II. Países con mayor PIB per cápita. 2016

País	PIB per cápita (US\$ a precios actuales)
Luxemburgo	100.738,68
Suiza	79.887,52
Irlanda	64.175,44
Islandia	60.529,93
Qatar	59.324,34
Estados Unidos	57.638,16
Dinamarca	53.578,76
Singapur	52.962,49
Suecia	51.844,76
Australia	49.755,32
Países Bajos	45.637,89
Austria	44.757,63
Hong Kong, Región Adm. Especial	43.740,99
Finlandia	43.433,03
Canadá	42.348,95
Alemania	42.161,32
Bélgica	41.271,48
Reino Unido	40.412,03
Japón	38.972,34
Francia	36.857,12
Italia	30.668,98
Corea del sur	27.538,80
España	26.616,49
Chipre	23.541,49
Portugal	19.871,72
Grecia	17.890,57
Estonia	17.736,80
Uruguay	15.220,57
Lituania	14.912,69
Chile	13.792,93

Anexo III. Relación Ratio de importancia económica y PIB per cápita: 2016.



Anexo IV. Evolución del ratio "Valor de las acciones negociadas (% PIB)". 1996-2016

País	Alemania	Francia	Italia	Japón	España	Estados Unidos	Reino Unido	Corea del Sur
1996	5,98	16,72	7,83	24,60	16,16	85,99	42,26	29,68
1997	44,54	26,94	16,39	23,61	32,30	107,63	54,45	30,64
1998	65,47	39,98	38,37	25,93	60,96	135,38	64,35	42,85
1999	59,48	48,23	42,93	44,47	162,01	194,77	86,18	157,59
2000	93,71	78,94	86,67	50,76	265,96	289,57	112,10	88,20
2001	66,70	70,96	51,59	39,55	238,09	196,61	117,41	70,16
2002	41,93	68,82	45,52	42,10	64,32	155,34	59,60	95,40
2003	40,60	59,68	46,66	52,36	68,18	139,39	61,41	67,19
2004	41,90	62,32	50,06	71,81	80,50	155,63	67,86	68,75
2005	45,02	57,70	56,93	91,22	84,81	196,98	68,97	133,58
2006	64,97	86,69	62,23	121,37	118,50	220,71	103,17	132,37
2007	94,62	108,74	100,48	145,86	154,01	295,99	128,88	170,83
2008	111,65	82,30	57,91	123,24	105,63	320,99	95,13	118,46
2009	52,31	47,67	42,41	73,94	85,25	237,93	118,60	186,87
2010	43,74	51,01	31,33	74,92	96,00	240,74	132,25	148,90
2011	41,88	46,46	37,19	70,00	75,78	264,50	116,33	160,87
2012	35,27	40,07	37,76	53,95	64,70	200,24	93,36	129,59
2013	34,98	39,36	36,14	117,99	67,19	199,19	61,59	101,86
2014	32,71	41,01	95,54	99,92	72,08	224,09	78,60	90,96
2015	42,95	127,11	82,01	229,52	..	133,34
2016	32,43	105,89	47,68	226,57	..	113,44

Anexo V. Evolución del ratio de rotación. 1996-2016

País	Alemania	Francia	Italia	Japón	España	Estados Unidos	Reino Unido	Corea del Sur
1996	22,54%	46,07%		39,38%	42,97%	82,14%	34,40%	127,59%
1997	119,75%	58,34%		49,98%	65,48%	86,03%	40,46%	407,88%
1998	134,22%	399,59%		42,86%	93,53%	95,22%	45,47%	139,95%
1999	91,36%	48,15%	73,60%	45,53%	238,07%	127,33%	48,19%	249,79%
2000	143,85%	74,68%	128,79%	78,58%	314,06%	197,13%	71,14%	289,24%
2001	121,40%	83,50%	113,69%	75,16%	318,33%	149,34%	88,11%	159,89%
2002	127,08%	106,78%	120,83%	83,73%	98,26%	154,26%	56,44%	231,74%
2003	94,28%	81,35%	119,13%	78,83%	85,14%	112,47%	51,35%	138,78%
2004	98,89%	84,90%	114,01%	97,19%	91,52%	117,03%	57,58%	122,76%
2005	107,15%	72,30%	132,16%	94,86%	102,24%	151,71%	56,57%	167,09%
2006	119,13%	83,01%	117,77%	119,17%	113,27%	156,28%	73,08%	160,51%
2007	154,61%	105,67%	206,39%	152,07%	126,59%	215,10%	102,63%	170,84%
2008	377,25%	163,40%	265,17%	199,27%	182,12%	407,63%	146,43%	252,17%
2009	138,34%	65,98%	141,32%	117,00%	89,09%	227,54%		201,95%
2010	104,54%	70,63%	124,45%	111,56%	117,30%	208,44%		149,26%
2011	132,85%	85,59%	196,21%	129,62%	109,37%	262,43%		194,19%
2012	84,10%	59,42%	162,42%	96,19%	86,86%	173,29%		134,36%
2013	67,80%	48,04%	125,11%	133,90%	81,94%	138,33%		107,72%
2014	73,00%	56,02%	350,01%	110,66%	99,88%	148,03%		105,85%
2015	84,19%			113,82%	124,29%	165,15%		149,75%
2016	65,51%			105,55%	83,38%	153,81%		127,60%

Anexo VI. Tamaño medio de las empresas cotizadas.

	Tamaño Medio de las Empresas Cotizadas		
	Capitalización Bursátil	Empresas Cotizadas	Tamaño Medio
Norteamérica	29.345.723,46	8.623	3.403,19
NYSE Group	19.573.073,69	2.307	8.484,21
Nasdaq - US	7.779.127,03	2.897	2.685,24
TMX Group	1.993.522,74	3.419	583,07
Latinoamérica	1.572.897,80	1.280	1.228,83
Bermuda Stock Exchange	2.520,62	56	45,01
BM&FBOVESPA S.A.	758.565,92	349	2.173,54
Bolsa de Comercio de Buenos Aires	63.614,32	99	642,57
Bolsa de Comercio de Santiago	212.479,79	298	713,02
Bolsa de Valores de Colombia	103.818,62	70	1.483,12
Bolsa de Valores de Lima	81.088,97	264	307,16
Bolsa Mexicana de Valores	350.809,55	144	2.436,18
Asia-Pacífico	24.281.463,26	25.946	935,85
Australian Securities Exchange	1.268.493,51	2.095	605,49
BSE Limited	1.566.680,49	5.821	269,14
Bursa Malaysia	359.788,30	903	398,44
Colombo Stock Exchange	18.678,77	295	63,32
Hochiminh Stock Exchange	66.395,69	320	207,49
Hong Kong Exchanges and Clearing	3.193.235,54	1.973	1.618,47
Indonesia Stock Exchange	425.767,77	537	792,86
Japan Exchange Group	4.955.299,65	3.541	1.399,41
Korea Exchange	1.254.541,18	2.059	609,30
National Stock Exchange of India Limited	1.539.585,49	1.840	836,73
NZX Limited	80.048,46	189	423,54
The Philippine Stock Exchange	239.738,05	265	904,67
Shanghai Stock Exchange	4.098.789,28	1.182	3.467,67
Shenzhen Stock Exchange	3.212.671,26	1.870	1.718,01
Singapore Exchange	640.427,55	757	846,01
The Stock Exchange of Thailand	432.956,18	656	659,99
Taipei Exchange	84.335,85	732	115,21
Taiwan Stock Exchange	844.030,24	911	926,49
Europa	9.610.157,20	7.363	1.305,20
Athens Stock Exchange	37.163,05	218	170,47
BME Spanish Exchanges	704.551,33	3.506	200,96 ³
Cyprus Stock Exchange	2.511,33	81	31,00

³ El valor está influido por las 3.506 empresas listadas en la Bolsa Española en 2016, valor que se reduce a 169 con la exclusión del segmento MAB, que aglutina a 3255 SICAVS.

Deutsche Börse AG	1.716.041,51	592	2.898,72
Euronext	3.459.874,27	1.051	3.291,98
Irish Stock Exchange	119.828,59	51	2.349,58
Luxembourg Stock Exchange	60.910,17	180	338,39
Malta Stock Exchange	4.433,15	23	192,75
Moscow Exchange	622.051,53	245	2.538,99
Nasdaq Nordic Exchanges	1.248.179,48	938	1.330,68
Oslo Børs	231.257,19	214	1.080,64
SIX Swiss Exchange	1.403.355,61	264	5.315,74
Países Árabes	1.313.427,08	1.707	769,44
Abu Dhabi Securities Exchange	120.976,73	68	1.779,07
Amman Stock Exchange	24.573,95	224	109,71
Bahrain Bourse	19.395,24	44	440,80
Borsa Istanbul	171.764,94	381	450,83
Dubai Financial Market	92.241,06	60	1.537,35
Kazakhstan Stock Exchange	40.161,21	98	409,81
Muscat Securities Market	23.285,26	113	206,06
Palestine Exchange	3.390,12	48	70,63
Qatar Stock Exchange	154.823,89	44	3.518,72
Saudi Stock Exchange (Tadawul)	448.831,07	176	2.550,18
Tel-Aviv Stock Exchange	213.983,61	451	474,46
África	1.079.583,79	951	1.135,21
Bourse de Casablanca	57.579,72	75	767,73
The Egyptian Exchange	33.323,01	254	131,19
Johannesburg Stock Exchange	951.320,33	376	2.530,11
Nigerian Stock Exchange	29.792,43	170	175,25
Stock Exchange of Mauritius	7.568,30	76	99,58

Anexo VII. Proporción del Número de Empresas Extranjeras en cada Bolsa.

Bolsa	Proporción de Empr. Extranjeras
Luxembourg Stock Exchange	84,44%
Bermuda Stock Exchange	76,79%
Singapore Exchange	36,72%
Bolsa de Comercio de Santiago	28,19%
Irish Stock Exchange	21,57%
NYSE Group	21,02%
Oslo Børs	20,09%
Johannesburg Stock Exchange	19,41%
Bolsa de Valores de Lima	17,80%
SIX Swiss Exchange	14,02%
Nasdaq - US	13,39%
Kazakhstan Stock Exchange	13,27%
Euronext	10,94%
Deutsche Börse AG	10,30%
Taiwan Stock Exchange	8,56%
NZX Limited	8,47%
Bolsa de Comercio de Buenos Aires	6,06%
Australian Securities Exchange	6,01%
Tel-Aviv Stock Exchange	5,32%
Hong Kong Exchanges and Clearing	5,12%
Bolsa Mexicana de Valores	4,86%
Taipei Exchange	4,51%
Abu Dhabi Securities Exchange	4,41%
Nasdaq Nordic Exchanges	4,05%
BM&FBOVESPA S.A.	3,15%
Bolsa de Valores de Colombia	2,86%
Athens Stock Exchange	2,29%
Bahrain Bourse	2,27%
TMX Group	1,49%
Bourse de Casablanca	1,33%
Stock Exchange of Mauritius	1,32%
Moscow Exchange	1,22%
The Egyptian Exchange	1,18%
The Philippine Stock Exchange	1,13%
Bursa Malaysia	1,11%
Korea Exchange	0,97%

BME Spanish Exchanges	0,74% ⁴
Nigerian Stock Exchange	0,59%
Borsa Istanbul	0,26%
Japan Exchange Group	0,17%
National Stock Exchange of India Limited	0,05%
BSE Limited	0,02%
Colombo Stock Exchange	0,00%
Hochiminh Stock Exchange	0,00%
Indonesia Stock Exchange	0,00%
Cyprus Stock Exchange	0,00%
Malta Stock Exchange	0,00%
Amman Stock Exchange	0,00%
Dubai Financial Market	0,00%
Palestine Exchange	0,00%
Qatar Stock Exchange	0,00%
Saudi Stock Exchange (Tadawul)	0,00%

⁴ El resultado obtenido por *BME Spanish Exchanges* se basa en 26 empresas no nacionales sobre un total de 3.506. El grado de internacionalización de la bolsa española se sitúa en un 15,38% con la exclusión de las SICAVS, al reducir el número total de empresas cotizadas en 169.

Anexo VIII. Indicadores de Concentración de Mercado.

Bolsas	Porcentaje de Capitalización del mercado que concentran el Top 10	Porcentaje del volumen negociado por el Top 10
NYSE Group	14,8%	NA
Shenzhen Stock Exchange	15,2%	6,3%
Japan Exchange Group	15,6%	12,8%
Taipei Exchange	17,1%	24,4%
Johannesburg Stock Exchange	20,5%	38,0%
Shanghai Stock Exchange	23,4%	6,1%
National Stock Exchange of India Limited	25,5%	20,2%
Singapore Exchange	26,5%	42,0%
Nasdaq Nordic Exchanges	27,5%	20,0%
TMX Group	31,5%	25,5%
Nasdaq – US	32,0%	11,6%
Korea Exchange	32,8%	13,0%
Stock Exchange of Thailand	33,8%	31,3%
Hong Kong Exchanges and Clearing	34,4%	25,4%
Bursa Malaysia	35,4%	36,1%
Colombo Stock Exchange	37,0%	29,1%
Borsa Istanbul	39,5%	58,6%
The Philippine Stock Exchange	40,8%	44,7%
Australian Securities Exchange	40,8%	31,1%
Taiwan Stock Exchange	41,8%	28,2%
BM&FBOVESPA S.A.	43,6%	39,8%
Bolsa de Comercio de Santiago	44,3%	51,3%
NZX Limited	45,9%	56,0%
Indonesia Stock Exchange	47,5%	40,9%
Tel-Aviv Stock Exchange	50,2%	51,6%
The Egyptian Exchange	51,0%	58,1%
Bolsa Mexicana de Valores	54,1%	53,2%
Muscat Securities Market	55,1%	59,0%
Bolsa de Valores de Lima	55,9%	NA
Saudi Stock Market (Tadawul)	57,3%	41,6%
Bolsa de Comercio de Buenos Aires	57,4%	65,9%
Moscow Exchange	59,7%	71,3%
Athens Stock Exchange	62,7%	85,6%
Amman Stock Exchange	65,4%	38,0%
Oslo Børs	70,3%	62,7%
Bolsa de Valores de Colombia	71,5%	61,5%
Qatar Stock Exchange	73,1%	56,9%
Dubai Financial Market	73,7%	93,8%
Bourse de Casablanca	75,6%	73,5%
Bahrain Bourse	76,0%	77,1%
Palestine Exchange	76,0%	91,3%

Nigerian Stock Exchange	76,4%	77,0%
Kazakhstan Stock Exchange	86,0%	85,8%
Malta Stock Exchange	87,4%	86,8%
Irish Stock Exchange	90,9%	95,4%
Bermuda Stock Exchange	93,9%	NA