

opci3n

Revista de Antropologfa, Ciencias de la Comunicaci3n y de la Informaci3n, Filosoffa,
Lingfistica y Semf3tica, Problemas del Desarrollo, la Ciencia y la Tecnologfa

Afio 34, diciembre 2018 N°

87

Revista de Ciencias Humanas y Sociales

ISSN 1012-1537/ ISSNe: 2477-9385

Dep3sito Legal pp 198402ZU45



Universidad del Zulia
Facultad Experimental de Ciencias
Departamento de Ciencias Humanas
Maracaibo - Venezuela

Oportunidades de crecimiento, desempeño bursátil y ciclos presidenciales en países latinoamericanos: 1990-2015

Edinson Edgardo Cornejo-Saavedra

Universidad del Bío-Bío, Chile

ecornejo@ubiobio.cl

Marcelo Alonso Navarrete-Sandoval

Universidad del Bío-Bío, Chile

mnavarsa@alumnos.ubiobio.cl

Resumen

Este estudio evaluó las oportunidades de crecimiento y el desempeño del mercado bursátil de las principales economías latinoamericanas —Brasil, México, Argentina, Colombia y Chile—, durante los 28 ciclos presidenciales del período 1990-2015. Se analizaron las oportunidades de crecimiento —mediante el ratio *price-to-book*—, el retorno y la volatilidad del mercado bursátil de cada país, durante los diferentes ciclos presidenciales, desde una perspectiva nacional e internacional. Los resultados fueron mixtos: las oportunidades de crecimiento y el retorno del mercado fueron elevadas en gobiernos de centro (Argentina), izquierda (Brasil), centro-izquierda (Chile), derecha (Colombia), y centro-derecha (México); y también se observó lo contrario.

Palabras clave: ciclos presidenciales; price-to-book; Q de Tobin; retorno del mercado; volatilidad del mercado.

Growth opportunities, stock market performance and presidential cycles in Latin American countries: 1990-2015

Abstract

This study evaluated the growth opportunities and stock market performance in the main Latin American countries—Brazil, México, Argentina, Colombia and Chile—, during the 28 presidential cycles of 1990-2015 period. Were analyzed the growth opportunities (price-to-book ratio), the return and the volatility of the stock market of each country, during the different presidential cycles, from a national and international perspective. The results were mixed: the growth opportunities and the market return were higher in central (Argentina), left (Brazil), center-left (Chile), right (Colombia), and center-right governments (México); and the opposite was also observed.

Keywords: presidential cycles; price-to-book; Tobin's Q; market return; market volatility.

I. INTRODUCCIÓN

Las oportunidades de crecimiento de la economía y el desempeño del mercado bursátil son variables relevantes para las firmas empresariales y los países, ya que tienen el potencial de atraer capitales extranjeros para financiar futuros proyectos de inversión con valor actual neto positivo y, mediante esto, generar crecimiento económico, empleo y riqueza. Además, las economías emergentes y en transición —entre las que se encuentran los países de Latinoamérica, y que se caracterizan por inestabilidades políticas y debilidades institucionales— suelen competir entre ellas por atraer los capitales de

los inversionistas internacionales. En este contexto, los ciclos presidenciales —y las políticas de un determinado gobierno— pueden afectar las oportunidades de crecimiento y los retornos del mercado bursátil, por lo que es común escuchar de parte de los empresarios: no da lo mismo quién gobierne.

Este estudio abordó las siguientes preguntas de investigación: ¿cuáles fueron las oportunidades de crecimiento de las principales economías latinoamericanas en los distintos gobiernos, durante 1990-2015?, ¿cuál fue el desempeño de los mercados bursátiles de estos países, en los diferentes ciclos presidenciales, durante dicho período? y ¿quiénes ganaron o perdieron atractivo, entre 1990 y 2015, considerando los diferentes ciclos presidenciales? El propósito de este estudio fue evaluar las oportunidades de crecimiento y el desempeño del mercado bursátil de Brasil, México, Argentina—los países más grandes de Latinoamérica—, Colombia y Chile—que están entre las principales economías de la región—, durante los ciclos presidenciales del período 1990-2015.

II. FUNDAMENTOS TEÓRICOS

1. Oportunidades de Crecimiento

Las oportunidades de crecimiento pueden definirse como la posibilidad de realizar futuros nuevos proyectos de inversión con valor

actual neto positivo. Al respecto, WRIGHT, FERRIS, SARIN y AWASTHI (1996) señalaron que las firmas empresariales poseen oportunidades de crecimiento, ya sea porque su entorno ofrece importantes posibilidades para realizar futuros negocios (la empresa se localiza en una industria con un futuro atractivo) o porque tienen recursos valiosos (recursos humanos, cultura, tecnología, etc.). YGONZÁLEZ, SOTO y FERRER (2005) consideraron que las oportunidades de crecimiento son potenciales decisiones de inversión que las empresas pueden adoptar en un futuro próximo y en las que todavía no se ha comprometido ningún capital. No obstante, GARNER, NAM y OTTOO (2002) señalaron que la capacidad para valorar explícitamente el potencial de un activo o las oportunidades de crecimiento de una firma empresarial ha sido una de las metas financieras más difíciles de lograr.

La inversión de las empresas en capital físico ha sido considerada una variable importante para generar crecimiento económico en el largo plazo (ALONSO&BENTOLILA, 1992). Entre los modelos propuestos para explicar el comportamiento de la inversión empresarial destaca el ratio q de Tobin (TOBIN, 1969). El modelo estableció una relación entre la tasa de inversión de una firma y el cociente entre (1) el valor para la empresa de una unidad adicional de capital y (2) su costo de reposición. Si dicho cociente (q de Tobin marginal) es mayor que 1, entonces □ para la empresa □ es óptimo invertir.

En la contrastación empírica, el ratio q de Tobin se calcula como la suma entre el valor de mercado del patrimonio y el valor libro

de la deuda, dividida entre el valor libro del activo total de la firma empresarial. Lo interesante del ratio q de Tobin es que su numerador, el valor de mercado del patrimonio, incorpora las expectativas de los agentes acerca de los beneficios futuros de las inversiones de la empresa (ALONSO&BENTOLILA, 1992). Sin embargo, los estudios que estimaron la relación entre la tasa de inversión y el ratio q de Tobin con datos macroeconómicos se encontraron con un problema de agregación (estos dos ratios difícilmente pueden agregarse linealmente). Además, las variables necesarias para calcular la q de Tobin, en principio, podrían estimarse de una manera más sencilla a nivel microeconómico. De acuerdo con ALONSO y BENTOLILA (1992), todo lo anterior condujo a la estimación del ratio q de Tobin con datos de firmas empresariales individuales en Japón, Inglaterra, y Estados Unidos.

En un contexto microeconómico, la q de Tobin ha sido usada para medir el desempeño económico-financiero de una firma empresarial. LANG y STULZ (1994) señalaron que la q de Tobin es una medida de desempeño observada en un punto del tiempo que no requiere de un ajuste por riesgo para ser comparada entre empresas—a diferencia de otros indicadores, como retornos accionarios y medidas contables, que sí requieren de ajustes por nivel de riesgo o de una normalización—. Parafraseando a LANG y STULZ (1994), la ventaja de la q de Tobin es que incorpora el valor capitalizado de los beneficios futuros esperados de una firma empresarial; el problema con esto es que la q de Tobin refleja lo que el mercado piensa que son los beneficios futuros esperados de una empresa, sean estos una ilusión o no.

El cálculo de la q de Tobin supone que los mercados de capitales son eficientes, y que el valor de mercado de una firma empresarial es una estimación imparcial del valor presente de sus flujos de efectivo futuros esperados (es decir, supone la existencia de agentes racionales con expectativas insesgadas). Con base en estos supuestos, el ratio q de Tobin—la relación entre el valor de mercado de una empresa y el valor de reposición de sus activos—mide cuánto es la contribución de los activos intangibles al valor de mercado de la firma empresarial, donde los activos intangibles incluyen el capital organizacional, la reputación, las rentas monopólicas, y las oportunidades de inversión, entre otras (LANG&STULZ, 1994). Así, la q de Tobin puede ser usada como una medida del desempeño económico-financiero de una empresa, y también de sus oportunidades de inversión.

Cabe señalar que, primero, en el trabajo empírico la q de Tobin es similar al ratio *market-to-book*—el cociente entre el valor de mercado del patrimonio y el valor libro de este—, usualmente considerado como una representación de las oportunidades de crecimiento de una firma empresarial (RAJAN&ZINGALES, 1995). Y, segundo, que un equivalente al ratio *market-to-book* es el ratio *price-to-book*—el cociente entre el precio de mercado por acción y el valor libro por acción—. Según BLOCK (1964) el ratio *price-to-book* representa el precio pagado por el valor contable, y es importante porque reúne los factores de precio externos (*price*) e internos (*book*), completando el ciclo de análisis de mercado y empresa. No obstante, se debe tener presente que la base de

cálculo de los ratios q de Tobin, *market-to-book* y *price-to-book* los expone a la discrecionalidad de los ajustes contables.

2. Oportunidades de Crecimiento, Decisiones de Inversión y Endeudamiento

Las oportunidades de crecimiento influyen en las decisiones de inversión y en las decisiones de financiamiento de las firmas empresariales. Con relación a las decisiones de inversión, según McNICHOLS y STUBBEN (2008), el análisis empírico generalmente ha usado un modelo que plantea que la inversión está positivamente correlacionada con las oportunidades de crecimiento del período anterior (medidas por la q de Tobin) y también con la capacidad de financiamiento interno de la empresa (medida por el flujo de efectivo).

En relación con las decisiones de financiamiento. MYERS (1977) argumentó que la deuda de largo plazo agrava los problemas de subinversión para las empresas que tienen oportunidades de crecimiento significativas. En un estudio acerca de la estructura de capital de las firmas empresariales, HARRIS y RAVIV (1991), con base en las investigaciones de JENSEN y MECKLING (1976) y STULZ (1990), señalaron que el endeudamiento se incrementa con la escasez de oportunidades de crecimiento. Por otra parte, RAJAN y ZINGALES (1995) señalaron que la teoría predice que las firmas empresariales con elevados ratios *market-to-book* tienen costos de *distress* financiero más altos, razón por la que el ratio *market-to-book* está negativamente

correlacionado con el endeudamiento. BADOER y JAMES (2016), encontraron que las empresas con oportunidades de crecimiento más sólidas, medidas por el ratio *market-to-book*, tuvieron menor probabilidad de emitir deuda de largo plazo, lo que fue consistente con lo que argumentó MYERS (1977). Así, las empresas con elevados ratio *market-to-book*—es decir, con altas oportunidades de crecimiento y expuestas a altos costos de *distress* financiero, reflejados principalmente en los costos de subinversión—deben tener un bajo endeudamiento.

3. Ciclos Presidenciales

Como señalaron CORNEJO-SAAVEDRA y AMÉSTICA-RIVAS (2015), la relación entre el desempeño de un mercado bursátil y los sucesos políticos ha sido estudiada en distintas investigaciones que examinaron el efecto de elecciones presidenciales, el papel de los sistemas electorales, el partidismo, la incertidumbre política, y los ciclos presidenciales, y cómo estos incidieron en el precio y en la volatilidad de los activos financieros. La relación entre las elecciones políticas y el desempeño del mercado bursátil se remonta al trabajo seminal de NIEDERHOFFER, GIBBS y BULLOCK (1970), que estudió la relación entre las elecciones presidenciales y el desempeño del mercado bursátil. Los autores concluyeron que los resultados apoyaron de cierta forma la idea de que el mercado bursátil se comportó mejor en los mandatos republicanos, al menos en el corto plazo, posterior a la elección presidencial.

Tabla 1: Revisión de algunos de los principales estudios sobre ciclos presidenciales y mercados

País	Autor	Conclusiones Relevantes del Artículo
América Latina		
Brasil	GRAMACHO (2005)	Estudió los dos períodos presidenciales de Fernando Enrique Cardoso (1995-2002). Señaló que el apoyo a Cardoso siguió un patrón consistente con la hipótesis del voto económico. Esta supone un votante individualista y maximizador, que calcula y procesa la información disponible y, a partir de ello, premia o castiga al partido en el poder: si el elector percibe una situación económica favorable, votará por el partido gobernante, premiándolo; si su apreciación es desfavorable, lo castigará y votará por la oposición. Concluyó que la “devaluación” fue la variable con mayor impacto en la evaluación presidencial, seguida por “desempleo”.
México	FLORES (2007)	Señaló que las elecciones no tuvieron efecto en variables como crecimiento del PIB, desempleo e inflación, excepto en el gasto público, que aumentó de manera extraordinaria justo antes de las elecciones presidenciales, sin alterar el ciclo económico.
Perú	RODRÍGUEZ y VARGAS (2012)	Examinaron si el grado de incertidumbre sobre los resultados de las elecciones presidenciales afectó los retornos del índice bursátil IGBVL durante los períodos electorales de 1995 y 2000. Los resultados mostraron que en el primer período (1995) la probabilidad de que el candidato Fujimori gane las elecciones tuvo un efecto positivo sobre el retorno del IGBVL; y que en 2000 el efecto de dicha variable cambió de signo, lo que denotó el desgaste político del candidato.
Estados Unidos	SANTA-CLARA y VALKANOV (2003)	Re-examinaron el “rompecabezas presidencial” que planteó que los retornos reales son mayores bajo presidentes demócratas, y que contradice la creencia convencional de que los republicanos son buenos para los mercados de una manera no explicada por consideraciones de riesgo. Con datos desde 1927 a 1998, encontraron un exceso de retorno promedio del mercado bursátil de alrededor de 2% cuando el gobierno fue republicano y 11% cuando fue demócrata; y que las acciones de gran capitalización se desempeñaron mejor bajo los presidentes demócratas, aunque su rendimiento no fue tan grande como el de sus contrapartes más pequeñas.
	BOOTH y BOOTH (2003)	Confirmaron el hallazgo de mayores retornos bajo presidentes demócratas que bajo presidentes republicanos. Encontraron que esta diferencia no se explicó por las variables del ciclo económico y que no se concentró alrededor de las fechas de elecciones. Los autores señalaron que el rompecabezas presidencial sólo benefició a acciones de pequeña capitalización, sin diferencias significativas entre los retornos de acciones de gran capitalización de dos presidencias, una demócrata y otra republicana.

	ALVAREZ- RAMIREZ, RODRIGUEZ, y ESPINOSA- PAREDES (2012)	Examinaron la presencia de un efecto partidista en el mercado estadounidense durante diferentes períodos presidenciales. Los autores encontraron que, durante los períodos demócratas, el mercado bursátil tendió a desviarse del comportamiento aleatorio, lo que sugirió diferencias importantes en las políticas económicas implementadas por cada partido político; y que los demócratas alejaron al índice Dow Jones Industrial Average de la eficiencia, mientras que los republicanos hicieron lo contrario.
	WISNIEWSKI, LIGHTFOOT, y LILLEY (2012)	Analizaron la relación entre el mercado bursátil y la política. Según los autores, el ratio precio/beneficio es una medida compuesta por las expectativas y los temores de los inversionistas. Los resultados evidenciaron una sólida relación entre el ratio precio/beneficio agregado y la aprobación del presidente.
	STURM (2013)	Examinó las herramientas de la política fiscal y monetaria para evaluar la presencia de un ciclo de elecciones presidenciales. Los hallazgos sugirieron quees mucho más probable que los retornos de las acciones influyan en la política económica y no al revés. Sin embargo, también sugirieron que la legislación fiscal puede conducir el ciclo de elección presidencial.
	KRÄUSSL, LUCAS, RIJSBERGEN, VAN DER SLUIS, y VRUGT (2014)	Mostraron que el exceso de retorno anual del índice S&P 500 fue casi un 10% más alto durante los dos últimos años del ciclo presidencial que durante los dos primeros años. Los autores señalaron que este patrón no pudo explicarse por las variables del ciclo económico. En relación con la hipótesis del ciclo de elección presidencial (PEC)—que afirma que los partidos y presidentes en ejercicio tienen un incentivo para manipular la economía (mediante expansiones presupuestarias e impuestos) para permanecer en el poder—, no encontraron evidencia significativa que la confirme como una explicación plausible del efecto del ciclo presidencial. Según los autores, el efecto del ciclo presidencial en el mercado financiero estadounidense sigue siendo un enigma que no puede explicarse fácilmente por los políticos que usan su influencia económica para permanecer en el poder.
España	FURIÓ y PARDÓ (2012)	Examinaron la influencia de la política en el comportamiento del mercado bursátil. Los resultados fueron consistentes con la teoría partidista, ya que los retornos de las acciones exhibieron un comportamiento distinto dependiendo de la ideología del gobierno, no solo el día de las elecciones sino también durante el período presidencial. Por otro lado, mostraron que no hubo retornos anormales positivos durante la segunda mitad del gobierno, lo que contradujo la teoría oportunista del ciclo político. Finalmente, verificaron la hipótesis de información incierta de Brown <i>et al.</i> (1988) que planteó que la volatilidad de los retornos de las acciones se incrementa con la llegada al mercado de información no esperada.

Global	Analizaron si los retornos en los mercados bursátiles estaban relacionados con la orientación política de los gobernantes. Examinaron 24 mercados y 173 gobiernos, y concluyeron que las diferencias entre los retornos bajo partidos de izquierda o de derecha no fueron significativas, por lo que las estrategias de inversión internacional basadas en las orientaciones políticas de los gobiernos de los países probablemente fueron inútiles.
--------	--

Fuente: elaboración propia.

La literatura financiera presenta estudios acerca de dos efectos políticos: el “efecto de la elección”, que examina los retornos de las acciones alrededor de la fecha de una elección; y el “ciclo político de negocios” o “ciclo de elección presidencial”, que analiza el retorno del mercado bursátil durante la vigencia de un gobierno. En relación con el ciclo de elección presidencial, varios estudios han examinado los efectos que este tuvo sobre los retornos bursátiles, y proporcionaron argumentos para que los inversionistas incorporen el ciclo de elección presidencial en el análisis de sus decisiones de inversión. Por una parte, es una creencia común que los mercados funcionan mejor con gobiernos de centro-derecha, debido a que estos son más propensos a legislar a favor de la empresa y eliminar regulaciones, tienen preferencias por el libre mercado, y están menos preocupados con temas de bienestar social —lo que permite reducir el gasto público y equilibrar el presupuesto fiscal—. Por otra parte, los partidos políticos de centro-izquierda suelen ser relacionados con un mayor déficit fiscal y aumentos del nivel de inflación en las economías. La tabla 1 presenta un resumen con algunos de los principales estudios sobre esta materia.

4. Hipótesis

Se contrastaron las oportunidades de crecimiento entre los períodos presidenciales, por país, y se probó la siguiente hipótesis nula (H_0):

H_0 : el penúltimo año de gobierno del presidente “ i ” presentó mayores o iguales oportunidades de crecimiento que el penúltimo año del presidente “ j ”.

III. METODOLOGÍA

1. Datos

Se usaron los ratios *price-to-book*—un equivalente del ratio *market-to-book*—y los precios de cierre diarios de las acciones que fueron cotizadas en los mercados bursátiles de Argentina (población: 43.847.430; PIB: USD554,861 mil millones), Brasil (207.652.865; USD 1,794 billón), Chile (17.909.754; USD 250,036 mil millones), Colombia (48.653.419; USD 280,091 mil millones) y México (127.540.423; USD 1,077 billón)¹, durante el período 1990-2015. También se utilizaron los valores de cierre diarios de los índices bursátiles más representativos de los mercados bursátiles de cada país (MERVAL, BOVESPA, IGPA, COLCAP e IPC, respectivamente). Los datos se obtuvieron desde *Económica*.

¹ Fuente: Banco Mundial. Cifras de 2016

La tabla 2 muestra los presidentes de cada país y sus respectivos períodos presidenciales, partidos políticos y tendencias políticas, entre 1990 y 2015. Según la tabla 2, de los 28 gobiernos: 8 fueron de centro; 8 fueron de centro-izquierda o izquierda; y 12 fueron de centro-derecha o derecha. Se observó que: en Argentina predominó un gobierno de centro (Partido Justicialista); en Brasil, las últimas 3 presidencias fueron de izquierda (Partido de los Trabajadores); en Chile, predominó un gobierno de centro-izquierda (una coalición política que agrupó a la Democracia Cristiana, el Partido por la Democracia, y el Partido Socialista, entre otros); en Colombia solo se observaron gobiernos de derecha y centro-derecha; y en México se registraron únicamente gobiernos de centro-derecha (del Partido Revolucionario Institucional y del Partido Acción Nacional).

2. Metodología

Primero, para medir las oportunidades de crecimiento de un país en un determinado ciclo presidencial, se calculó la mediana del ratio *price-to-book*, por país-año. Luego, se compararon las medianas de los ratios *price-to-book* de los penúltimos años de cada ciclo presidencial, por país. En la elección del año de análisis se usaron como referencias los estudios de CHRÉTIEN y COGGINS (2009) y KRÄUSSL *et al.* (2014), que encontraron que el mercado bursátil tuvo un mejor rendimiento en la última parte del ciclo presidencial que en los dos primeros años; por otra parte, no se utilizó el último año de dicho ciclo porque pudo estar contaminado con las expectativas de un cambio de

gobierno. Finalmente, mediante el test no paramétrico U de Mann-Whitney para muestras independientes, se probó si existieron diferencias significativas entre las oportunidades de crecimiento de los gobiernos de un país (si $Z > Z_{\alpha}$ o $-Z < -Z_{\alpha}$, entonces se rechazó H_0).

Tabla 2. Presidentes, períodos presidenciales, filiación política de los presidentes, y tendencias políticas de los gobiernos

	Argentina ¹	Brasil	Chile	Colombia	México
Presidente/Período Presidencial/Partido/Posición Política	Carlos Saúl Menem (I) ³ / 1989-1995/ Partido Justicialista/ Centro	Fernando Collor de Mello ⁴ / 1990-1992/ Partido de la Reconstrucción Nacional/ Centro-derecha	Patricio Aylwin Azócar/ 1990-1994/ Democracia Cristiana/ Centro-izquierda	Ernesto Samper Pizano/ 1994-1998/ Partido Liberal/ Centro-derecha	Carlos Salinas de Gortari/ 1988-1994/ Partido Revolucionario Institucional/ Centro-derecha
	Carlos Saúl Menem (II) ³ / 1995-1999/ Partido Justicialista/ Centro	Itamar Franco; 1992-1994/ Partido del Movimiento Democrático Brasileño/ Centro	Eduardo Frei Ruiz-Tagle/ 1994-2000/ Democracia Cristiana/ Centro-izquierda	Andrés Pastrana Arango/ 1998-2002/ Partido Conservador Colombiano/ Derecha	Ernesto Zedillo Ponce de León/ 1994-2000/ Partido Revolucionario Institucional/ Centro-derecha
	Fernando de la Rúa/ 1999-2001 ² / Unión Cívica Radical/ Centro-izquierda	Fernando Henrique Cardoso (I)/ 1995-1998/ Partido de la Social Democracia Brasileña/ Centro	Ricardo Lagos Escobar/ 2000-2006/ Partido por la Democracia/ Centro-izquierda	Álvaro Uribe Vélez (I)/ 2002-2006/ Primero Colombia/ Derecha	Vicente Fox Quesada/ 2000-2006/ Partido Acción Nacional/ Centro-derecha
	Néstor Kirchner/ 2003-2007/ Frente para la Victoria; Partido Justicialista/ Centro	Fernando Henrique Cardoso (II)/ 1999-2002/ Partido de la Social Democracia Brasileña/ Centro	Michelle Bachelet Jeria/ 2006-2010/ Partido Socialista/ Centro-izquierda	Álvaro Uribe Vélez (II)/ 2006-2010/ Primero Colombia/ Derecha	Felipe Calderón Hinojosa/ 2006-2012/ Partido Acción Nacional/ Centro-derecha
	Cristina Fernández de Kirchner (I)/ 2007-2011/	Luiz Inácio Lula da Silva (I)/ 2003-2006/ Partido de los	Sebastián Piñera Echeñique/ 2010-2014/	Juan Manuel Santos Calderón (I)/ 2010-2014/	Enrique Peña Nieto/ 2012-2018/ Partido

Frente para la Victoria; Partido Justicialista/ Centro	Trabajadores/ Izquierda	Renovación Nacional/ Centro-derecha	Partido Social de Unidad Nacional/ Derecha	Revolucionario Institucional/ Centro-derecha
Cristina Fernández de Kirchner (II)/ 2011-2015/ Frente para la Victoria; Partido Justicialista/ Centro	Luiz Inácio Lula da Silva (II)/ 2007-2010/ Partido de los Trabajadores/ Izquierda			
	Dilma Rousseff (I)/ 2011-2014/ Partido de los Trabajadores/ Izquierda			

¹: Debido a la inestabilidad política y a lo breve de sus mandatos, no fueron considerados: Federico Ramón Puerta, presidente provisional (21/dic/2001-23/dic/2001); Adolfo Rodríguez Saá, presidente interino (23/dic/2001-30/dic/2001); Eduardo Oscar Camaño, presidente provisional (30/dic/2001-1/ene/2002); y Eduardo Alberto Duhalde, presidente interino (02/ene/2002-25/may/2003).

²: Su presidencia se extendía hasta 2003, pero renunció el 20 de diciembre de 2001 (cumplió 2 años y 10 días de gobierno), en medio de las protestas sociales que ocurrieron durante la crisis de diciembre de 2001.

³: (I) y (II) indican primer y segundo período presidencial, respectivamente.

⁴: Su presidencia se extendía hasta 1994, pero renunció el 29 de diciembre de 1992, debido a que fue sometido a un juicio político por corrupción. Su vicepresidente, Itamar Franco, le sucedió en la presidencia.

Fuente: elaboración propia

Segundo, se contrastó el desempeño del mercado bursátil —medido por el retorno y la volatilidad de un índice bursátil— de los distintos ciclos presidenciales, por país. El retorno anual del mercado bursátil de un país se calculó como la diferencia entre (1) el logaritmo natural del valor del índice bursátil al cierre del penúltimo año del ciclo presidencial y (2) el logaritmo

natural del valor del índice bursátil al cierre del año anterior. La volatilidad histórica anual del mercado bursátil de un país se calculó mediante la desviación estándar—anualizada—de los retornos diarios del índice bursátil.

Tercero, se calcularon tres indicadores de desempeño adicionales. El primero fue un índice de desempeño, para un análisis desde la perspectiva del inversionista nacional, que se basó en el índice de Sharpe (SHARPE, 1966; 1975), y se calculó como un cociente entre el retorno anual y la volatilidad anual de un índice bursátil. El segundo indicador comparó el retorno anual del penúltimo año de un gobierno latinoamericano con el retorno del mercado estadounidense en ese mismo año, y permitió medir la diferencia de retornos para un análisis desde el punto de vista del inversionista internacional. El tercer indicador, también desde la perspectiva del inversionista internacional, se basó en GODFREY y ESPINOSA (1996) y correspondió a un factor de volatilidad: usó como referencia la volatilidad anual del mercado bursátil estadounidense—representado por el índice Standard & Poor's 500—y se calculó como un cociente entre (1) la volatilidad anual de un mercado bursátil latinoamericano y (2) la volatilidad anual del mercado bursátil estadounidense; un cociente mayor que 1 indicó que la volatilidad del mercado latinoamericano fue mayor que la volatilidad del mercado estadounidense, y viceversa.

IV. ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS

1. Análisis de las Oportunidades de Crecimiento

En relación con la primera pregunta de investigación —¿cuáles fueron las oportunidades de crecimiento de las principales economías latinoamericanas en los distintos gobiernos, durante 1990-2015?—, la tabla 3 muestra la mediana del ratio *price-to-book* del penúltimo año de cada gobierno. Los ciclos presidenciales que presentaron las mayores oportunidades de crecimiento fueron: en Argentina, Cristina Fernández (II); en Brasil, Inácio Lula da Silva (II); en Chile, Patricio Aylwin; en Colombia, Álvaro Uribe (II); y en México, Carlos Salinas. Por el contrario, los ciclos presidenciales que presentaron las menores oportunidades de crecimiento fueron: en Argentina, Fernando de la Rúa; en Brasil, Fernando Collor de Mello; en Chile, Eduardo Frei Ruiz-Tagle; en Colombia, Andrés Pastrana; y en México, Ernesto Zedillo; en el penúltimo año de estos gobiernos —con la excepción de Zedillo—, el valor de mercado del patrimonio de las firmas empresariales fue menor que su valor contable, debido a las bajas oportunidades de crecimiento.

Según los resultados de la prueba U de Mann-Whitney (tabla 4), en Argentina existieron diferencias estadísticamente significativas entre las oportunidades de crecimiento —las medianas de los ratios *price-to-book* de los penúltimos años de los gobiernos— de la mayoría de los ciclos presidenciales. En esos casos se rechazó H_0 .

Al contrastar las oportunidades de crecimiento del penúltimo año de un gobierno con las de otro, la significancia exacta unilateral (en paréntesis) y los rangos promedios de la prueba U de Mann-Whitney (no

tabulados) indicaron que: las oportunidades de crecimiento del gobierno de Menem (I) fueron mayores que en el gobierno de De la Rúa; las oportunidades de crecimiento de Fernández (I) fueron mayores que en Menem (I), Menem (II), De la Rúa, y Kirchner; las oportunidades de crecimiento de Fernández (II) fueron mayores que en Menem (I), Menem (II), De la Rúa, y Kirchner. No se encontraron diferencias significativas entre las oportunidades de crecimiento del penúltimo año de gobierno de: Menem (I) y Menem (II); Menem (I) y Kirchner; y Menem (II) y De la Rúa.

Tabla 3. Presidente, penúltimo año de gobierno, mediana del ratio price-to-book de ese año (PtB), y número de firmas empresariales de la muestra de estudio (n)

Argentina	Brasil	Chile	Colombia	México
Menem (I); 1994 PtB: 1,07 n: 22	Collor de Mello; 1991 PtB: 0,31 n: 44	Aylwin; 1992 PtB: 2,19 n: 27	Samper; 1997 PtB: 0,43 n: 7	Salinas; 1993 PtB: 2,11 n: 35
Menem (II); 1998 PtB: 0,89 n: 34	Franco; 1993 PtB: 0,62 n: 52	Frei; 1998 PtB: 0,64 n: 84	Pastrana; 2001 PtB: 0,36 n: 12	Zedillo; 1999 PtB: 1,08 n: 68
De la Rúa; 2000 PtB: 0,80 n: 41	Cardoso (I); 1997 PtB: 0,48 n: 82	Lagos; 2004 PtB: 1,52 n: 95	Uribe (I); 2005 PtB: 1,28 n: 12	Fox; 2005 PtB: 1,44 n: 76
Kirchner; 2006 PtB: 1,13 52	Cardoso (II); 2001 PtB: 0,61 n: 123	Bachelet; 2008 PtB: 1,00 n: 94	Uribe (II); 2009 PtB: 1,44 n: 4	Calderón; 2011 PtB: 1,57 n: 93
Fernández (I); 2010 PtB: 1,62 n: 61	Lula (I); 2005 PtB: 1,14 n: 144	Piñera; 2012 PtB: 1,35 n: 145	Santos; 2013 PtB: 1,22 n: 26	
Fernández (II); 2014 PtB: 2,04 n: 60	Lula (II); 2009 PtB: 1,54 n: 248			
	Rousseff; 2013 PtB: 1,07 n: 270			

Fuente: Elaboración propia

En Brasil, las oportunidades de crecimiento del gobierno de Franco fueron mayores que en los de Collor de Mello, y Cardoso (I); las oportunidades de crecimiento de Cardoso (I) fueron mayores que en Collor de Mello; las oportunidades de crecimiento de Cardoso (II) fueron mayores que en Collor de Mello, y Cardoso (I); las oportunidades de crecimiento de Lula (I) fueron mayores que en Collor de Mello, Franco, Cardoso (I), y Cardoso (II); las oportunidades de crecimiento de Lula (II) fueron mayores que en Collor de Mello, Franco, Cardoso (I), Cardoso (II), Lula (I), y Rouseff; y las oportunidades de crecimiento de Rouseff fueron mayores que en Collor de Mello, Franco, Cardoso (I), y Cardoso (II).

En Colombia, las oportunidades de crecimiento del gobierno de Uribe (I) fueron mayores que en los de Samper, y Pastrana; las oportunidades de crecimiento de Uribe (II) fueron mayores que en Samper, y Pastrana; y las oportunidades de crecimiento de Santos fueron mayores que en Samper, y Pastrana.

Tabla 4. Resultados del test U de Mann-Whitney

Se muestra el estadístico Z_y , entre paréntesis, la significancia exacta unilateral (p-value). (*), (**) y (***): significativo al nivel de confianza del 90%, 95% y 99%, respectivamente.

	Menem (II)	De la Rúa	Kirchner	Fernández (I)	Fernández (II)	
Argentina	Menem (I)	-1,248 (0,108)	-2,285 (0,011)**	-0,871 (0,194)	-4,214 (0)***	-5,19 (0)***
	Menem (II)	-	-1,044 (0,15)	-2,362 (0,009)***	-5,612 (0)***	-6,547 (0)***
	De la Rúa	-	-	-3,339 (0)***	-6,668 (0)***	-7,366 (0)***
	Kirchner	-	-	-	-3,448 (0)***	-5,099 (0)***
	Fernández (I)	-	-	-	-	-2,803
	Fernández (II)	-	-	-	-	-

		(0,002) ^{***}					
		Franco	Cardoso (I)	Cardoso (II)	Lula (I)	Lula (II)	Rousseff
Brasil	Collor de Mello	-5,218 (0) ^{***}	-4,936 (0) ^{***}	-6,271 (0) ^{***}	-7,475 (0) ^{***}	-8,704 (0) ^{***}	-8,13 (0) ^{***}
	Franco	-	-2,098 (0,018) ^{**}	-0,101 (0,46)	-3,753 (0) ^{***}	-6,612 (0) ^{***}	-4,538 (0) ^{***}
	Cardoso (I)	-	-	-2,658 (0,004) ^{***}	-6,793 (0) ^{***}	-10,538 (0) ^{***}	-8,445 (0) ^{***}
	Cardoso (II)	-	-	-	-5,105 ^{***} (-)	-9,648 ^{***} (-)	6,837 ^{**} (-)
	Lula (I)	-	-	-	-	-3,705 ^{***} (-)	-0,557 (-)
	Lula (II)	-	-	-	-	-	4,048 ^{**} (-)
		Frei	Lagos	Bachelet	Piñera		
Chile	Aylwin	-4,982 (0) ^{***}	-0,901 (0,185)	-1,357 (0,088) [*]	-2,817 (0,002) ^{***}		
	Frei	-	-6,579 (0) ^{***}	-5,849 (0) ^{***}	-3,974 (0) ^{***}		
	Lagos	-	-	-0,515 (0,304)	-3,04 (0,001) ^{***}		
	Bachelet	-	-	-	-2,307 (0,01) ^{***}		
		Pastrana	Uribe (I)	Uribe (II)	Santos		
Colombia	Samper	-0,846 (0,208)	-2,41 (0,007) ^{***}	-2,79 (0,021) ^{**}	-2,709 (0,002) ^{***}		
	Pastrana	-	-3,522 (0) ^{***}	-2,789 (0,001) ^{***}	-4,334 (0) ^{***}		
	Uribe (I)	-	-	0,789 (0,229)	-0,236 (0,411)		
	Uribe (II)	-	-	-	-0,122 (0,462)		
		Zedillo	Fox	Calderón			
México	Salinas	-3,879 (0) ^{***}	-2,726 (0,003) ^{***}	-1,403 (0,081) [*]			
	Zedillo	-	-2,057 (0,02) ^{**}	-3,957 (0) ^{***}			
	Fox	-	-	-1,933 (0,027) ^{**}			

Fuente: elaboración propia

En Chile, las oportunidades de crecimiento del gobierno de Aylwin fueron mayores que en los de Frei, y Piñera; las oportunidades de crecimiento de Lagos fueron mayores que en Frei, y Piñera; las oportunidades de crecimiento de Bachelet fueron mayores que en Frei, y Piñera; y las oportunidades de crecimiento de Piñera fueron mayores que en Frei. No se encontraron diferencias significativas entre las oportunidades de crecimiento de Aylwin y Lagos, y entre Bachelet y Lagos.

Finalmente, en México, las oportunidades de crecimiento del gobierno de Salinas fueron mayores que en los de Zedillo, y Fox; las oportunidades de crecimiento de Fox fueron mayores que en Zedillo; y las oportunidades de crecimiento de Calderón fueron mayores que en Zedillo, y Fox.

2. Desempeño del Mercado Bursátil y Ciclos Presidenciales

En relación con la segunda pregunta —¿cuál fue el desempeño de los mercados bursátiles de estos países, en los diferentes ciclos presidenciales, durante 1990-2015?—, se analizó el retorno y la volatilidad del penúltimo año de cada gobierno (tabla 5). En Argentina, desde la perspectiva de un inversionista nacional, el mayor retorno del mercado bursátil (46,46% anual) se observó en la presidencia de Fernández (II), y el menor retorno (-46,91%) se observó en el gobierno de Menem (II). La mayor volatilidad del mercado bursátil (45,10%

anual) ocurrió en la presidencia de Menem (II), y la menor volatilidad (22,72%) correspondió al gobierno de Kirchner. El escenario más atractivo para un inversionista local se observó en el mandato de Fernández (I), que registró el mayor índice de desempeño (1,67), es decir, la mayor relación retorno/volatilidad; y el escenario menos atractivo se observó en el gobierno de Menem (II), con un índice de desempeño de $-1,04$.

La mayor diferencia de retornos (35,67%) se observó en el gobierno de Fernández (II); que también presentó el mayor factor de volatilidad (3,72)—la volatilidad del mercado bursátil argentino fue 3,72 veces la volatilidad del mercado estadounidense—. Por otra parte, hubo una diferencia de retornos negativa (-70,77%) en el gobierno de Menem (II).

En Brasil, desde la perspectiva local, el mayor retorno del mercado (60,24%) se observó en la presidencia de Lula (II), y el menor retorno (-16,84%) se observó en el gobierno de Rousseff. La mayor volatilidad del mercado (46,81%) ocurrió en la presidencia de Cardoso (I), y la menor volatilidad (20,39%) correspondió al gobierno de Rousseff. El escenario más atractivo se observó en el mandato de Lula (II), que registró el mayor índice de desempeño (1,93). Desde el punto de vista internacional, la mayor diferencia de retornos (39,17%) se observó en el gobierno de Lula (II); que también presentó el menor factor de volatilidad (1,15).

Tabla 5. Indicadores de desempeño de los mercados bursátiles

País	Año	Presidente	Perspectiva Local			Perspectiva Internacional	
			Retorno (%)	Volatilidad (%)	Índice de Desempeño	Diferencia Retornos (%)	Factor de Volatilidad
Argentina	1994	Menem (I)	-23,40	32,94	-0,71	-21,85	3,36
	1998	Menem (II)	-46,91	45,10	-1,04	-70,77	2,22
	2000	De la Rúa	-27,82	28,91	-0,96	-17,13	1,31
	2006	Kirchner	30,35	22,72	1,34	17,58	2,28
	2010	Fernández (I)	41,76	24,98	1,67	29,73	1,39
	2014	Fernández (II)	46,46	42,20	1,10	35,67	3,72
Brasil	1997	Cardoso(I)	37,05	46,81	0,79	10,04	2,59
	2001	Cardoso(II)	-11,67	33,17	-0,35	2,30	1,54
	2005	Lula (I)	24,46	24,84	0,98	21,51	2,43
	2009	Lula (II)	60,24	31,25	1,93	39,17	1,15
	2013	Rousseff	-16,84	20,39	-0,83	-42,77	1,85
Chile	1992	Aylwin	9,58	11,29	0,85	5,21	1,17
	1998	Frei	-28,80	17,49	-1,65	-52,66	0,86
	2004	Lagos	20,02	8,08	2,48	11,41	0,73
	2008	Bachelet	-21,76	23,28	-0,93	26,83	0,57
	2012	Piñera	4,57	7,73	0,59	-8,01	0,61
Colombia	2009	Uribe (II)	47,34	15,32	3,09	26,27	0,56
	2013	Santos	-13,19	12,36	-1,07	-39,12	1,12
México	1993	Salinas	39,15	19,91	1,97	32,34	2,32
	1999	Zedillo	58,81	29,48	1,99	41,20	1,64
	2005	Fox	32,07	16,52	1,94	29,12	1,61
	2011	Calderón	-3,90	19,60	-0,20	-3,89	0,84

Fuente: elaboración propia.

En Chile, desde la perspectiva local, el mayor retorno (20,02%) se observó en la presidencia de Lagos, y el menor retorno (-28,80%) se observó en el gobierno de Frei. La mayor volatilidad del mercado (23,28%) ocurrió en la presidencia de Bachelet, y la menor volatilidad (7,73%) correspondió al gobierno de Piñera. El escenario más atractivo se observó en el mandato de Lagos, que registró el mayor índice de desempeño (2,48). Por otra parte, desde una mirada internacional, la mayor diferencia de retornos (26,83%) se observó en el gobierno de Bachelet. Cabe señalar que en 2008 ocurrió una crisis financiera a nivel mundial y una caída de prácticamente todos los mercados

bursátiles del mundo. En ese contexto, el mercado bursátil de Chile rentó -21,76% y el de EE.UU. rentó -48,59%, por lo que la diferencia de 26,83% reflejó la menor pérdida del primero en relación con el segundo.

En Colombia, desde la perspectiva local, el mayor retorno (47,34%) se observó en la presidencia de Uribe (II), también la mayor volatilidad (15,32%) y el mayor índice de desempeño (3,09). Desde el punto de vista internacional, la mayor diferencia de retornos y el menor factor de volatilidad se observó en el gobierno de Uribe (II).

En México, desde la perspectiva local, el mayor retorno (58,81%) se observó en la presidencia de Zedillo, y el menor retorno (-3,90%) se observó en el gobierno de Calderón. La mayor volatilidad del mercado (29,48%) también ocurrió en la presidencia de Zedillo, y la menor volatilidad (16,52%) correspondió al gobierno de Fox. El escenario más atractivo se observó en el mandato de Zedillo, con un índice de desempeño de (1,99). Desde el punto de vista internacional, la mayor diferencia de retornos (41,20%) también se observó en el gobierno de Zedillo.

V. CONCLUSIONES

En Argentina, las mayores oportunidades de crecimiento y el mejor desempeño bursátil ocurrieron en el gobierno de centro de

Cristina Fernández (II), aunque también la mayor volatilidad —en comparación con el mercado estadounidense—. En Brasil, ocurrieron en el gobierno de izquierda de Luiz Inácio Lula da Silva (II), acompañadas de una menor volatilidad. En Chile, ocurrieron en los gobiernos de centro-izquierda de Patricio Aylwin y Ricardo Lagos; y el menor factor de volatilidad —una cuestión relevante para el ambiente de negocios— se observó en la presidencia de centro-derecha de Sebastián Piñera, aunque esto fue acompañado de una diferencia de retornos negativa. En Colombia, las mayores oportunidades de crecimiento, el mejor desempeño bursátil, la mayor diferencia de retornos y el menor factor de riesgo se registraron en el gobierno de derecha de Álvaro Uribe (II). Y en México, las mayores oportunidades de crecimiento y el mejor desempeño bursátil ocurrieron en los gobiernos de centro-derecha de Carlos Salinas y Ernesto Zedillo, respectivamente, presidencias que también mostraron la mayor diferencia de retornos.

Con respecto a la tercera pregunta de investigación —¿quiénes ganaron o perdieron atractivo, entre 1990 y 2015, considerando los diferentes ciclos presidenciales?—, Brasil, Chile, Colombia y México mostraron diferencias de retornos negativas en el penúltimo año del último gobierno. Sobre la base de este indicador, estos países perdieron atractivo para un inversionista internacional, especialmente Brasil (gobierno de izquierda) y Colombia (gobierno de derecha), que además mostraron un factor de volatilidad mayor que 1. La excepción fue Argentina, no obstante, sus elevadas oportunidades de crecimiento y

retorno de mercado fueron acompañadas de una volatilidad que prácticamente cuadruplicó la del mercado estadounidense.

Los resultados fueron mixtos: las oportunidades de crecimiento y el retorno del mercado fueron elevadas en gobiernos de centro (Argentina), izquierda (Brasil), centro-izquierda (Chile), derecha (Colombia), y centro-derecha (México); y también se observó lo contrario. Por lo anterior, no fue posible concluir si alguna tendencia política favoreció las oportunidades de crecimiento de una economía.

Cabe señalar que el estudio presentó algunas limitaciones. Primero, de datos, ya que hubo países que no registraron alternancia en el poder: Argentina registró 5 gobiernos de centro y 1 de centro-izquierda; Colombia registró 4 gobiernos de derecha y 1 de centro-derecha; y México tuvo solo gobiernos de centro-derecha. Segundo, los gobiernos de centro-izquierda de Chile administraron un sistema económico neoliberal (como evidencia anecdótica, sus Ministros de Hacienda fueron economistas neoliberales) y actuaron sobre la base de principios económicos similares a los de la centro-derecha. Tercero, las oportunidades de crecimiento y el desempeño del mercado se midieron en el penúltimo año de cada gobierno, y los resultados podrían variar con el año de evaluación. Para una próxima investigación se propone el uso de modelos económicos que relacionen las oportunidades de crecimiento con el nivel de inversión, para analizar el comportamiento de la inversión en los distintos gobiernos y evaluar sus políticas económicas.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALONSO, César, & BENTOLILA, Samuel. 1992. “La relación entre la inversión y la «Q de Tobin» en las empresas industriales españolas”. Documento de Trabajo N° 9203. Banco de España, Servicio de Estudios.
- ÁLVAREZ-RAMÍREZ, José, RODRÍGUEZ, Eduardo, & ESPINOSA-PAREDES, Gilberto. 2012. “A partisan effect in the efficiency of the US stock market”. **Physica A: Statistical Mechanics and its Applications**, Vol. 391(20), 4923-4932.
- BADOER, Dominique C. & JAMES, Christopher M. 2016. “The determinants of long-term corporate debt issuances”. **The Journal of Finance**, 71(1), 457-492.
- BIALKOWSKI, Jędrzej; GOTTSCHALK, Katrin & WISNIEWSKI, Tomasz P. 2007. “Political orientation of government and stock market returns”. **Applied Financial Economics Letters**, 3(4): 269-273.
- BLOCK, Frank E. 1964. “A study of the price to book relationship”. **Financial Analysts Journal**, 20(5): 108-117.
- BOOTH, James R., & BOOTH, Lena C. 2003. “Is presidential cycle in security returns merely a reflection of business conditions?”. **Review of Financial Economics**, 12(2): 131-159.
- CHRÉTIEN, Stéphane, & COGGINS, Frank. 2009. “Election outcomes and financial market returns in Canada”. **The North American Journal of Economics and Finance**, 20(1), 1-23.
- CORNEJO-SAAVEDRA, Edinson, & AMÉSTICA-RIVAS, Luis. 2015. “Oportunidades de crecimiento y ciclos presidenciales: Chile, 1990-2013”. **Multidisciplinary Business Review**, 9, 1-10.
- FLORES, Daniel. 2007. “Elecciones y ciclos económicos en México”. **El Trimestre Económico**, 74, 294(2), 467-474.
- FURIÓ, Dolores, & PARDO, Ángel. 2012. “Partisan politics theory and stock market performance: Evidence for Spain”. **Spanish Journal of Finance and Accounting/Revista Española de Financiación y Contabilidad**, 41(155), 371-392.

- GARNER, Jacqueline L.; NAM, Jouahn, & OTTOO, Richard E. 2002. "Determinants of corporate growth opportunities of emerging firms." **Journal of Economics and Business**, 54(1): 73-93.
- GODFREY, Stephen, & ESPINOSA, Ramon. 1996. "A practical approach to calculating costs of equity for investments in emerging markets". **Journal of Applied Corporate Finance**, 9(3), 80-90.
- GONZÁLEZ, Cristóbal; SOTO, Gloria M., & FERRER, Román. 2005. "Oportunidades de crecimiento empresarial y riesgo de interés en el mercado bursátil español". **Revista Española de Financiación y Contabilidad**, 126, 595-612.
- GRAMACHO, Wladimir. 2005. "Ciclos de información y funciones de popularidad: el período Cardoso en Brasil (1995-2002)". **Desarrollo Económico**, 45(177), 99-121.
- HARRIS, Milton & RAVIV, Artur. 1991. "The theory of capital structure". **The Journal of Finance**, 46(1), 297-355.
- JENSEN, Michael C. & MECKLING, William. 1976. "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and capital structure". **Journal of Financial Economics**, 3, 305-360.
- KRÄUSSL, Roman, LUCAS, André, RIJSBERGEN, David R., VAN DER SLUIS, Pieter Jelle, & VRUGT, Evert B. 2014. "Washington meets Wall Street: a closer examination of the presidential cycle puzzle". **Journal of International Money and Finance**, 43, 50-69.
- LANG, Larry H. P., & STULZ, René M. 1994. "Tobin's q, corporate diversification, and firm performance". **Journal of Political Economy**, 102(6): 1248-1280.
- McNICHOLS, Maureen F., & STUBBEN, Stephen R. 2008. "Does earnings management affect firms' investment decisions?" **The Accounting Review**, 83(6): 1571-1603.
- MYERS, Stewart C. 1977. "Determinants of corporate borrowing". **Journal of Financial Economics**, 5, 147-175.
- NIEDERHOFFER, Victor, GIBBS, Steven, & BULLOCK, Jim. 1970. "Presidential elections and the stock market". **Financial Analysts Journal**, 26(2), 111-113.

- RAJAN, Raghuram G.& ZINGALES, Luigi.1995. “What do we know about capital structure? Some evidence from international data”. **The Journal of Finance**, 50(5), 1421-1460.
- RODRÍGUEZ, Gabriel & VARGAS, Alfredo. 2012. “Impact of political expectations on Lima Stock Market Returns”. **Economía**, 35(70), 190-223.
- SANTA-CLARA, Pedro,& VALKANOV, Rossen. 2003.“The presidential puzzle: political cycles and the stock market.**The Journal of Finance**, 58(5), 1841-1872.
- SHARPE, William F. 1966. “Mutual fund performance”. **The Journal of Business**, 39(1), 119-138.
- SHARPE, William F. (1975). “Adjusting for risk in portfolio performance measurement”. **The Journal of Portfolio Management**, 1(2), 29-34.
- STULZ, René. 1990. “Managerial discretion and optimal financing policies”. **Journal of Financial Economics**, 26, 3-27.
- STURM, Ray R. 2013. “Economic policy and the presidential election cycle in stock returns”. **Journal of Economics and Finance**, 37(2), 200-215.
- TOBIN, James. 1969. “A general equilibrium approach to monetary theory”. **Journal of Money, Credit and Banking**, 1(1), 15-29.
- WISNIEWSKI, Tomasz P., LIGHTFOOT, Geoffrey,& LILLEY, Simon. 2012. “Speculating on presidential success: exploring the link between the price-earnings ratio and approval ratings”. **Journal of Economics and Finance**, 36(1), 106-122.
- WRIGHT, Peter, FERRIS, Stephen P., SARIN, Atulya, & AWASTHI, Vidya. 1996. “Impact of corporate insider, block holder, and institutional equity ownership on firm risk taking”.**Academy of Management Journal**, 39(2), 441-458.



**UNIVERSIDAD
DEL ZULIA**

opción

Revista de Ciencias Humanas y Sociales

Año 34, N° 87, 2018

Esta revista fue editada en formato digital por el personal de la Oficina de Publicaciones Científicas de la Facultad Experimental de Ciencias, Universidad del Zulia.
Maracaibo - Venezuela

www.luz.edu.ve

www.serbi.luz.edu.ve

produccioncientifica.luz.edu.ve