

88/202

6  
24



**UNIVERSIDAD ANAHUAC**

VINCE IN BONO MALUM

**ESCUELA DE CONTADURIA Y ADMINISTRACION**

CON ESTUDIOS INCORPORADOS A LA UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA DE MEXICO

**ESTRUCTURA DE CAPITAL  
EN LAS EMPRESAS**

TESIS CON  
FALLA DE ORIGEN

**SEMINARIO DE INVESTIGACION**

QUE PARA OBTENER EL TITULO DE LICENCIADO EN ADMINISTRACION

**PRESENTAN**

**SIMON COHEN BTESH**

**LEON HAMUI CHEREM**

**MEXICO**

DIRECTOR DEL SEMINARIO  
I. A. E. Y C. P. MANUEL BAÑAL LVAÑA

**1987**



Universidad Nacional  
Autónoma de México



## **UNAM – Dirección General de Bibliotecas Tesis Digitales Restricciones de uso**

### **DERECHOS RESERVADOS © PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL**

Todo el material contenido en esta tesis está protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

## I N D I C E

	Pág.
PROLOGO	I
INTRODUCCION	III
CAPITULO I PLANEACION DE LA INVESTIGACION	1
1.1. OBJETIVOS	2
1.1.1. General	2
1.1.2. Especifico	2
1.1.2.1. Objetivo Especifico A	2
1.1.2.2. Objetivo Especifico B	2
1.1.2.3. Objetivo Especifico C	3
1.1.2.4. Objetivo Especifico D	3
1.1.2.5. Objetivo Especifico E	3
1.2. PLANTEO DEL PROBLEMA	3
1.3. HIPOTESIS	3
1.3.1. Variables	4
1.3.1.1. Variable Independiente	4
1.3.1.2. Variable Dependiente	4
1.4. DISEÑO DE LA PRUEBA	4
1.4.1. Investigación Documental	4
1.4.2. Investigación de Campo	5
1.4.2.1. Delimitación del Universo	5
1.4.2.2. Diseño de la Muestra	6
1.4.2.3. Tamaño de la Muestra	6
1.4.2.4. Instrumento de Prueba	6
1.4.2.5. Justificación de la encuesta	13

	Pág.	
<b>CAPITULO 2</b>	<b>ESTRUCTURA DE CAPITAL</b>	<b>14</b>
2.1.	TIPOS DE CAPITAL	17
2.2.	PRINCIPALES TEORIAS DE ESTRUCTURA DE CAPITAL	22
2.2.1.	Durand	22
2.2.1.1.	Método de Utilidad Neta	22
2.2.1.2.	Método de Utilidad Neta - de Operaciones	26
2.2.1.3.	Principales Supuestos del Modelo	27
2.2.2.	Tradicional	29
2.2.2.1.	Supuestos y definiciones	29
2.2.3.	Modigliani y Miller	35
2.2.3.1.	Exceso de Deuda dentro -- del Modelo	40
2.2.3.2.	Costos por Insolvencia Financiera	42
2.2.3.3.	Apalancamiento Personal y Apalancamiento Corporativo	42
2.2.3.3.1.	Capacidad de Endeudamiento Personal y -- Corporativo	42
2.2.3.4.	Efectos del Impuesto sobre la renta en el Modelo	43
2.2.3.5.	Conclusiones	46
2.2.4.	El Modelo Dupont	48
2.2.4.1.	Ingreso Neto a Activos Totales	48
2.2.4.2.	Retorno de Patrimonio	49
2.2.4.3.	Conclusiones.	54
<b>CAPITULO 3</b>	<b>COSTO DE CAPITAL</b>	<b>55</b>
3.1.	DEFINICION	56
3.2.	IMPLICACIONES DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA	57

	Pág.	
3.2.1.	Tipos de Riesgo	57
	3.2.1.1. Riesgo Comercial	57
	3.2.1.2. Riesgo Financiero	58
3.2.2.	Impuestos	60
3.2.3.	Implicaciones de la oferta y demanda de las tasas de financiamiento	60
3.3.	RIESGO Y AVERSION AL RIESGO	63
	3.3.1. La Inflación y su Repercusión en el Riesgo	67
CAPITULO 4	FACTORES QUE SE DEBEN CONSIDERAR EN LA PLANEACION DE UNA ESTRUCTURA OPTIMA DE CAPITAL	70
4.1.	ADECUACION	71
4.2.	RIESGO	75
4.3.	RENDIMIENTO	76
4.4.	CONTROL	77
4.5.	MANIOBRABILIDAD	78
4.6.	OPORTUNIDAD	78
4.7.	FACTORES EXTERNOS QUE SE DEBEN CONSIDERAR EN LA BUSQUEDA DE UNA ESTRUCTURA OPTIMA DE CAPITAL	80
	4.7.1. Características de la Economía	80
	4.7.2. Nivel de Actividades de los negocios	80
	4.7.3. Mercados de Dinero y Capital	81
	4.7.4. Tasas de Interés	81
	4.7.5. Características de la Industria	81
	4.7.5.1. Variaciones Estacionales	81
	4.7.5.2. Variaciones Cíclicas	82
	4.7.5.3. Naturaleza de la competencia	82
	4.7.5.4. Etapas del ciclo de Vida	83
	4.7.6. Reglamentación	83
	4.7.7. Costumbre	84

		Pág.
<b>CAPITULO 5</b>	<b>FUENTES DE FINANCIAMIENTO PARA LAS EMPRESAS</b>	<b>85</b>
5.1.	FUSIONES	86
5.1.1.	Razones que fundamentan El uso de esta fuente de financiamiento.	87
5.1.2.	Tipos de Fusión	89
5.1.2.1.	Estatutaría	89
5.1.2.2.	Controladora	89
5.1.2.3.	Arrendataria	90
5.1.2.4.	Consolidada	90
5.1.3.	Aspectos Básicos a Considerar en fusiones	90
5.1.3.1.	Utilidades	90
5.1.3.2.	Costo de Capital	93
5.1.4.	Mécanica de la fusión	97
5.2.	ADQUISICIONES	99
5.2.1.	Mecánica para Evaluar el Proyecto de Adquisiciones	100
5.3.	MEXICANIZACIONES	102
5.3.1.	Factores Determinantes del proyecto de mexicanización	102
5.3.2.	Beneficios por lo que es conveniente llevar a cabo la Mexicanización	102
5.4.	EMISION DE PAGARES A TASA FLOTANTE	103
5.4.1.	Características Principales	103
5.4.2.	Mecánica de colocación	104
5.4.3.	Ventajas y Desventajas	105
5.5.	CREDITO SINDICALIZADO	106
5.6.	EMISION DE PAPEL COMERCIAL	108
5.6.1.	Requisitos Necesarios para su adquisición	109
5.6.2.	Cálculo del costo de Emisión	112
5.6.3.	Tipos de Papel Comercial	114
5.6.4.	Costo del Papel Comercial sátil	117
5.7.	EMISION DE ACCIONES COMO FUENTE DE FINANCIAMIENTO	120

	Pág.	
5.7.1.	Costo de la Emisión	121
5.7.2.	Ventajas y Desventajas	122
5.7.3.	Requisitos para la Emisión de Accio- nes	122
5.7.4.	Factores a Evaluar	123
5.7.5.	El Prospecto de la Emisión	133
5.8.	EMISION DE ACEPTACIONES COMO FUENTE DE FI- NANCIAMIENTO	137
5.8.1.	Mecánica de Colocación	137
5.8.2.	Costos de Emisión	139
5.9.	EMISION DE OBLIGACIONES COMO FUENTE DE FI- NANCIAMIENTO	140
5.9.1.	Tipos de Obligaciones	140
5.9.2.	Características	141
5.9.3.	Requisitos para la Emisión	142
5.9.4.	Apalancamiento financiero en el -- proyecto de emisión de obligacio-- nes	144
5.9.5.	El Costo de la Emisión	148
5.10.	OBLIGACIONES CONVERTIBLES	152
5.10.1.	Características Principales	152
5.10.2.	Evaluación de acciones convertibles	153
5.10.3.	Factores determinantes en la fija- ción de Precio de Conversión	154
	5.10.3.1. Valor Nominal	154
	5.10.3.2. Valor en Libros	154
	5.10.3.3. Valor en Mercado	154
5.10.4.	El Costo Financiero	155
5.10.5.	Ventajas y Desventajas	156
5.11.	FONDOS DE REDESCUENTO	157
CAPITULO 6	INVESTIGACION DE CAMPO	160
6.1.	FICHAS DE CAMPO	161
6.2.	COMPARACION DE RESULTADOS CON OBJETIVOS	182
6.3.	COMPARACION DE RESULTADOS CON HIPOTESIS	183
	CONCLUSIONES	185
	RECOMENDACIONES	197
	BIBLIOGRAFIA	204

## PROLOGO

La evolución del mercado financiero ha sido un hecho inquestionable dentro de la actividad económica mexicana. Cada día es más la información que se tiene sobre este tema, sin embargo, estas actividades son poco conocidas, no sólo por la mayoría de la población sino también para muchos de aquellos inversionistas que por sus características potenciales de inversión, carecen de instrumentos y medios necesarios de análisis que les permitan optimizar sus recursos. Asimismo, encontramos las empresas que por esta falta de información y búsqueda de alternativas no les es posible optimizar su expansión con menores costos.

En la última década, mucho se ha comentado acerca del rezago en materia financiera que tiene México en comparación a otros países altamente desarrollados, sin embargo el alto costo financiero y la escasez de recursos han provocado la necesidad de buscar nuevas alternativas de inversión en el caso de inversionistas y nuevas fuentes de financiamiento en el caso de empresas en vías de expansión.

Hemos encontrado que las diversas fuentes de financiamiento que presenta el mercado nacional permiten formar estructuras de capital con diferentes componentes, que una vez analizados,



permiten vincular las decisiones a resultados favorables tanto para empresas como para inversionistas.

Este trabajo nos permitió identificarnos con el área financiera de los negocios entendiendo a fondo la problemática actual de las empresas así como la determinación del origen del problema y su solución.

Para concluir, queremos agradecer infinitamente la participación directa y el apoyo brindado a dos personas que han mostrado ser no sólo grandes maestros sino también grandes amigos.

Nos referimos a ustedes:

Lic. Horacio Rocha Salas

Lic. Alfonso Verduzco Dávila

## INTRODUCCION

Uno de los principales problemas que presentan las empresas en estos momentos, tanto para su supervivencia como para su crecimiento, es precisamente el financiamiento o la forma de hacerse llegar recursos financieros con el fin de poner en marcha el sector operativo de la empresa, así como llevar a efecto sus planes de expansión.

Este problema que no distingue sector operativo o empresarial, se ha venido intensificando en los últimos años por tres factores fundamentales que son:

- A) El elevado costo de dinero en el mercado.
- B) Una alta contracción de crédito por la falta de dinero en el mercado.
- C) Una continua devaluación de la moneda.

Por todo esto la Dirección de Empresas ha enfatizado en la importancia de establecer una Estructura de Capital Óptima, -- que le permita financiarse al menor costo financiero posible (costo de capital) existente en el mercado.

El propósito fundamental de esta tesis, es mostrar al lector la importancia de optimizar los recursos financieros de la

empresa mediante la optimización de su Estructura de Capital, así como las consideraciones primordiales para lograr obtener un Costo de Capital mas barato y las características que provocan su incremento o decremento.

En el primer y segundo capítulo se muestra, primero la - importancia de lograr una Estructura Optima de Capital, sus características y su composición y en el segundo capítulo las principales teorías, fundamentos y cálculos.

Posteriormente se analiza el Costo de Capital, sus bases, fundamentos, características y cálculo, así como factores que provocan las fluctuaciones de sus tasas en un momento dado.

Estudiaremos el costo de capital desde el punto de vista empresa y desde el punto de vista inversionista (tasa de rendi-miento requerida).

En la parte práctica de esta tesis encontraremos las - - principales fuentes de financiamiento en México, para la forma-ción de una Estructura Financiera de una empresa y la metodología que se debe seguir para evaluar cada uno de estos prospectos:

Fusiones, Adquisiciones, Mexicanizaciones, Emisión de Acciones, Colocación de Obligaciones, Préstamos Sindicalizados, Venta de Pagares a tasas Flotantes, Emisión de Aceptaciones Banca-rias y finalmente Emisión de Papel Comercial.

En el capítulo 6 se presentan los resultados obtenidos - en la investigación de campo que nos permitieron comprobar nuestra hipótesis y concluir todos los objetivos.

Finalmente se presentan las conclusiones y recomendaciones derivadas de esta investigación.

**CAPITULO I**  
**PLANEACION DE LA INVESTIGACION**

# CAPITULO I

## PLANEACION DE LA INVESTIGACION

### 1.1. OBJETIVOS

#### 1.1.1. OBJETIVO GENERAL

Observar y analizar la influencia del costo de capital - de las empresas en la época actual para poder lograr la máxima optimización de su estructura de capital.

#### 1.1.2. OBJETIVOS ESPECIFICOS

##### 1.1.2.1. OBJETIVO ESPECIFICO A

Presentar las principales teorías de estructura y costo de capital en las empresas.

##### 1.1.2.2. OBJETIVO ESPECIFICO B

Analizar el impacto y la repercusión del costo de capital dentro de la estructura de capital para así lograr maximizar los recursos financieros de la empresa.

### 1.1.2.3. OBJETIVO ESPECIFICO C

Comprobar la relación existente entre el riesgo de la inversión y las tasas esperadas de rendimiento.

### 1.1.2.4. OBJETIVO ESPECIFICO D

Analizar la repercusión directa del costo financiero de una empresa y del riesgo al que incurre al financiarse con altas tasas de interés.

### 1.1.2.5. OBJETIVO ESPECIFICO E

Mostrar la existencia de distintas fuentes de financiamiento corporativo en el mercado financiero nacional.

## 1.2. PLANTEO DEL PROBLEMA

¿Por qué es importante buscar una óptima estructura de capital para las empresas en la época actual y qué influencia y repercusión tiene el costo de capital en la misma?

## 1.3. HIPOTESIS

El costo de capital es la base primordial de la estructura de capital, por lo tanto, si las empresas logran optimizar el mismo haciéndose de recursos al menor costo posible en el mercado,

lograrán el máximo beneficio en su financiamiento, y para esto es necesario la búsqueda de instrumentos de financiamiento que mejor se adapten a las necesidades de la empresa.

### 1.3.1. VARIABLES

#### 1.3.1.1. VARIABLE INDEPENDIENTE

El costo de capital es la base primordial de la estructura de capital.

#### 1.3.1.2. VARIABLE DEPENDIENTE

Por lo tanto, si las empresas logran optimizar el mismo haciéndose de recursos al menor costo posible en el mercado, lograrán el máximo beneficio en su financiamiento, y para esto es necesario la búsqueda de instrumentos de financiamiento que mejor se adapten a las necesidades de la empresa.

## 1.4. DISEÑO DE LA PRUEBA

### 1.4.1. INVESTIGACION DOCUMENTAL

Con el fin de recopilar la información documental necesaria para la elaboración de la presente investigación se recurrió a las siguientes bibliotecas de la Ciudad de México:



- Biblioteca de la Universidad Anáhuac
- Biblioteca de la Universidad Nacional Autónoma de México
- Biblioteca de la Universidad Iberoamericana
- Biblioteca del Instituto Tecnológico y Autónomo de México
- Apuntes de Finanzas 1 y 2 de la carrera de Administra -  
ción de Empresas

Fue necesario también recurrir a libros de referencia en materia financiera, revistas especializadas y periódicos.

#### 1.4.2. INVESTIGACION DE CAMPO

La investigación de campo se realizó mediante una entrevista realizada a las distintas casas de bolsa.

De esta investigación se obtuvo una muestra representativa totalmente confiable que proporciona la información necesaria mediante la aplicación de entrevistas personales a ejecutivos de cuenta de dichas instituciones.

Una vez realizadas las entrevistas y evaluados los resultados junto con la investigación documental se procederá aprobar o disprobar la hipótesis planteada.

##### 1.4.2.1. DELIMITACION DEL UNIVERSO

Dada la facilidad con que se presentó abarcar, la totalidad de las casas de bolsa por el número limitado de ellas y su

ubicación en el área metropolitana, se procedió a realizar las respectivas citas con representantes ejecutivos de estas casas.

La buena disponibilidad con que se contó al llevar a cabo la investigación, permitieron abarcar todo el universo.

Actualmente, existen 26 casas de bolsa por lo que el universo que integra nuestra investigación será igual a la totalidad de las casas de bolsa existentes.

#### 1.4.2.2. DISEÑO DE LA MUESTRA

Partiendo de un universo de 26 casas de bolsa, se procederá a determinar el tamaño de muestra que se deberá investigar.

#### 1.4.2.3. TAMAÑO DE LA MUESTRA

En virtud del reducido número de casas de bolsa existentes, se procedió a determinar que el tamaño de la muestra será igual al universo.

#### 1.4.2.4. INSTRUMENTO DE PRUEBA

A fin de realizar la investigación y después de analizar los distintos tipos de instrumentos de prueba, se eligió la encuesta por ser el más favorable para conseguir realizar los objetivos y comprobar la hipótesis.

Las preguntas que integran la encuesta se muestran a continuación:

UNIVERSIDAD ANAHUAC

ESCUELA DE CONTADURIA Y ADMINISTRACION

Razón Social: \_\_\_\_\_

Dirección: \_\_\_\_\_

Persona Entrevistada: \_\_\_\_\_

Puesto: \_\_\_\_\_

Tipo de Empresas que asesora: \_\_\_\_\_

Giro de Empresas: \_\_\_\_\_

Cobertura de la casa de Bolsa: Distrito Federal ( )

Nacional ( )

1. ¿Considera usted que México ha venido evolucionando acelerada  
mente en materia financiera en los últimos 5 años?

SI \_\_\_\_\_

NO \_\_\_\_\_

2. ¿Cree usted que la inflación ha sido el factor fundamental --  
que ha provocado la necesidad de encontrar nuevos recursos fi  
nancieros que permitan satisfacer ampliamente las necesidades  
del país?

SI \_\_\_\_\_

NO \_\_\_\_\_

3. ¿Cuál de los siguientes factores piensa usted que ha provoca-  
do que los empresarios, directores de empresas, financieros, -  
contadores e inclusive el mismo gobierno se haya visto en la-  
necesidad de buscar nuevas alternativas de financiamiento?

- a) Inflación \_\_\_\_\_
- b) Escasez de créditos \_\_\_\_\_
- c) Alto costo financiero \_\_\_\_\_

4. ¿Piensa usted que en épocas de crisis como la que estamos pasando en estos momentos, la escasez de recursos provoca la necesidad de las empresas de financiarse con altos costos y con esto olvide en primera instancia la importancia de optimizar la estructura de capital minimizando el costo financiero?

SI \_\_\_\_\_

NO \_\_\_\_\_

5. Dentro de los distintos tipos de empresas que operan en nuestro país, ¿Cuál cree usted que esté mejor preparada en establecer una mejor estructura de capital mediante nuevas fuentes de financiamiento que nacen todos los días?

a) Chichas \_\_\_\_\_

(Capital 0 a 50'000,000.00)

b) Medianas \_\_\_\_\_

(Capital 50 a 200'000,000.00)

c) Grandes \_\_\_\_\_

(Capital 200 en adelante)

6. ¿En qué factores considera usted que no es determinante el costo de capital en la elección de una fuente de financiamiento?

a) Altas utilidades \_\_\_\_\_

b) Escasez de recursos \_\_\_\_\_

c) Expansión \_\_\_\_\_

d) Alta liquidez \_\_\_\_\_

7. ¿Cree usted que el costo financiero sea primordial en la optimización de la estructura de capital?

SI \_\_\_\_\_

NO \_\_\_\_\_

8. ¿Ve usted una completa interdependencia entre el costo de capital y la estructura financiera de una empresa?

SI \_\_\_\_\_

NO \_\_\_\_\_

9. ¿Considera usted que el riesgo operativo de una empresa provoca que al aumentar, cambios desfavorables que a su vez ocasionen que una estructura óptima de capital se convierta en una estructura mal planeada?

SI \_\_\_\_\_

NO \_\_\_\_\_

10. ¿Considera usted que el riesgo financiero provoque cambios -- desfavorables para la empresa en la optimización de su estructura de capital?

SI \_\_\_\_\_

NO \_\_\_\_\_

11. ¿Qué tan importante es la planeación financiera a mediano y - largo plazo para determinar el futuro costo financiero?

a) Básica \_\_\_\_\_

b) No básica \_\_\_\_\_

12. ¿Cuál de los siguientes elementos cree usted que es necesario para la determinación de una estructura de capital?

a) Tasa \_\_\_\_\_

b) Plazo \_\_\_\_\_

c) Riesgo \_\_\_\_\_

d) Rendimiento \_\_\_\_\_

e) Todos \_\_\_\_\_

13. ¿Cree usted que las nuevas reformas fiscales que entrarán en vigor el 1° de Enero de 1987 provoquen cambios en estructuras de capital ya establecidas?

SI \_\_\_\_\_

NO \_\_\_\_\_

14. ¿Cree usted que los inversionistas conozcan a fondo las implicaciones de la relación riesgo/rendimiento y analizan a fondo planes de inversión?

SI \_\_\_\_\_

NO \_\_\_\_\_

15. Tomando como punto de comparación la tasa de inflación, cuando se considera óptima la inversión?

a) Cuando está abajo de la inflación \_\_\_\_\_

b) Cuando está igual que la inflación \_\_\_\_\_

c) Cuando está arriba de la inflación \_\_\_\_\_

16. ¿Piensa usted que en un mercado financiero en el que hay escasez de alternativas de inversión, éstas tienden a dar rendimiento financiero muy bajo no justificable?

SI \_\_\_\_\_

NO \_\_\_\_\_

17. ¿Por qué razón cree usted que los inversionistas racionales - "no especulativos", no son afectados a cambios rápidos en sus alternativas de inversión?

a) Falta de información \_\_\_\_\_

b) Temor \_\_\_\_\_

c) Riesgo \_\_\_\_\_

d) Ignorancia \_\_\_\_\_

e) Otros \_\_\_\_\_

18. ¿Piensa usted que los inversionistas nacionales han encontrado en las casas de bolsa, una nueva estructura financiera que les permita sustituir a los bancos?

SI \_\_\_\_\_

NO \_\_\_\_\_

19. ¿Cree usted que son los mismos, los elementos que se consideran para formar una estructura de capital, que los que se consideran para formar un portafolio de inversión?

SI \_\_\_\_\_

NO \_\_\_\_\_

20. ¿Cree usted que las nuevas reformas fiscales que entran e vigor a partir del 1° de Enero de 1987, provoquen cambios en -- las alternativas de inversión?

SI \_\_\_\_\_

NO \_\_\_\_\_



#### 1.4.2.5. JUSTIFICACION DEL INSTRUMENTO

Se eligió la encuesta como instrumento de la investigación de campo debido a la facilidad con que ésta nos permitía obtener información mediante el diálogo y discusión del tema -- planteado en cada pregunta, conociendo así sus puntos de vista al respecto. Esta hizo posible entrar en pláticas profundas -- que permiten evaluar de una forma veraz el pensar de ejecutivos financieros de casas de bolsa involucradas en diferentes tipos de empresas.

**CAPITULO 2**  
**ESTRUCTURA DE CAPITAL**

## 2. ESTRUCTURA DE CAPITAL

El propósito fundamental de una empresa es obtener el mayor flujo de efectivo o las mayores utilidades provenientes - del sector operativo de la misma.

Cuando las Empresas están financiadas totalmente por recursos propios, todo ese flujo de efectivo pertenece a sus accionistas, sin embargo si las operaciones son financiadas además por deuda ese flujo de efectivo deberá dividirse en dos - partes:

1. A los acreedores que gozan de prioridad por el riesgo implícito del financiamiento.
2. A los Accionistas.

La Estructura Financiera o de Capital, está formada por la suma del pasivo más el capital contable de una empresa diferenciándose cada una de éstas por las siguientes caracteristicas:

El Pasivo es por supuesto, una obligación en que se incurrre como consecuencia de préstamo. La participación de los - dueños en el activo de la Empresa se denomina Capital.

Existen 4 aspectos básicos para distinguirlos; Vencimiento, Derechos sobre las Utilidades, Derechos sobre los Activos y Participación en la Administración.

- Vencimiento. El pasivo debe ser liquidado en una fecha determinada por la Empresa y sus Acreedores.

El Capital no tiene fecha de vencimiento ya que no está escrito en ninguna cláusula de la Escritura constitutiva la fecha en que se devolvera la inversión inicial.

- Derechos sobre las Utilidades. Existen tres aspectos básicos:

A) Prioridad del Derecho; todos los compromisos frente a los Acreedores deberán de satisfacerse en primer término mediante los beneficios de la Empresa.

B) Seguridad en cuanto al Derecho; la Empresa tendrá la obligación de pagar intereses a sus Acreedores independiente del nivel de utilidades convirtiéndose éstos en cargos fijos.

C) Cantidad sobre la que se tiene derecho; los pagos de intereses sobre el pasivo están limitados a una cierta cantidad fija establecida porcentualmente.

El capital se encuentra en segundo término en cuanto al pasivo en lo que se refiere a los derechos sobre las utilidades.

- Derecho a participar en la administración. Los acreedores no tienen participación directa mientras que los accionistas si.

- Derecho a participar en los activos de la empresa. Al ser un compromiso prioritario el pago del crédito a los acreedores, éstos tienen la primera opción en la participación de los activos si los cargos fijos de intereses y el principal no son cubiertos, en los plazos establecidos.

## 2.1. TIPOS DE CAPITAL

Los dos tipos principales de capital para la Empresa son: Capital por Endeudamiento y Capital Aportado por los Dueños.- Aunque ambos representan fuentes de fondos para la empresa -- tienen ciertas diferentes características. El término Capital denota los fondos a largo plazo de la empresa.

Todos los renglones en la empresa son fuentes de capital, con excepción de los pasivos circulantes.

El Balance simplificado que se ilustra a continuación -- muestra la descomposición básica del financiamiento a largo plazo de la empresa en sus componentes de deuda y capital.

-----  
**BALANCE GENERAL**  
 -----

A			C
			A
C	DEUDA A LARGO PLAZO	CAPITAL POR DEUDA	P
			I
T	CAPITAL CONTABLE	CAPITAL DE	T
			A
I	ACCIONES PREFERENTES	APORTACION	L
V	ACCIONES COMUNES		
O	SUPERAVIT		

-----

**CAPITAL POR DEUDA.** Este tipo de capital se refiere a -- los fondos a largo y mediano plazo que se obtienen por medio de préstamos. Hay diferentes tipo de pasivo, a mediano y a largo plazo, con o sin garantía, prioritario o subordinado, - conseguido por medio de venta de obligaciones o negociado por medio de un préstamo a largo plazo. La mayoría de las Empresas se financian por medio de una combinación de las anteriores, no limitándose a una sola.

La existencia de la deuda en la Estructura de Capital de la empresa proporciona apalancamiento financiero que tiende - a maximizar los efectos de utilidades de operación en incremento sobre el rendimiento para los dueños, como normalmente -

la deuda es la forma menos costosa de financiamiento a largo-plazo debido a que el interés es deducible de impuestos, es un componente muy conveniente de la Estructura de Capital de la empresa.

La existencia de la deuda a largo plazo en la Estructura de Capital de la empresa reduce también el costo de capital de la misma, permitiendo así que ésta elija entre un grupo -- más grande de alternativas de inversión aceptables.

El financiamiento de la deuda a largo plazo se puede obtener de dos maneras.

A) Tomando prestado el dinero directamente de instituciones financieras mayores, como son; Bancos Comerciales, Compañías de desarrollo Regional y Estatal, Compañías Financieras, Comerciales y Fabricante de Maquinaria.

B) Con la venta de deuda comerciable en forma de obligaciones para así poder colocar con diferentes compradores, partes pequeñas del financiamiento total de la deuda, como son: Bonos sin garantía, ofertas públicas, Títulos de crédito, Bonos garantizados, Bonos hipotecarios, Bonos de ingreso, etc.

**CAPITAL APORTADO POR LOS ACCIONISTAS.** Toda Empresa en sus inicios nace por medio de la aportación de Accionistas, los cuales pueden ser los fundadores, sus familiares o quienes compraron sus acciones directamente de la empresa en un inicio.

Para que la empresa se pueda autofinanciar sin tener que acudir a préstamos ésta tiene 3 caminos:

El primero se refiere a la retención de utilidades en el ejercicio o el acumulado de las utilidades de los ejercicios-fiscales anteriores.

El segundo que se deriva de la venta de emisiones de acciones, lo que significa un incremento sustancial en el número de accionistas de la empresa. El precio estimado por acción es simplemente el valor de mercado de la empresa dividido entre el número total de acciones en circulación, por ejemplo supongamos que el valor de mercado de la empresa se estima en 2,000,000 y habrá 100,000 acciones en circulación - después de la emisión (acciones existentes más la nueva emisión) entonces el precio estimado por acción será:

$$\text{PRECIO} = \frac{\$ 2,000,000}{100,000} = \$ 20 \text{ por acción}$$

Dentro de las acciones que pueden ser emitidas existen dos tipos:

Las Acciones preferentes

Las Acciones Comunes

Las Acciones Preferentes son las que dan a sus tenedores ciertos privilegios de prioridad sobre los accionistas comunes. Generalmente las empresas no emiten grandes cantidades-



de acciones preferentes, y la proporción de este tipo de acciones en el capital contable de una empresa normalmente es bastante pequeño.

Las Acciones Comunes son sobre las cuales se invierte el dinero en la empresa solamente a causa de las expectativas de rendimientos futuros. Algunas veces al accionista comun se le denomina como "Dueño Residual", ya que en esencia es el -- quien recibe lo que queda después de todas las reclamaciones sobre utilidades y activos de la empresa se han satisfecho.

El tercero y último camino para autofinanciarse son las aportaciones subsecuentes por parte de los dueños (aportaciones de capital).

## 2.2. PRINCIPALES TEORIAS DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL

### 2.2.1. DURAND:

1. METODO DE UTILIDAD NETA.
2. METODO DE UTILIDAD NETA DE OPERACION.

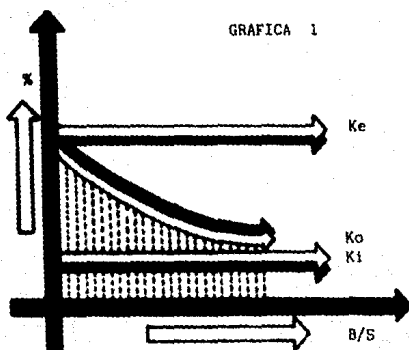
#### 2.2.1.1. METODO DE UTILIDAD NETA

Se asumirá una tasa de capitalización constante. Se debe observar el efecto de un cambio en la estructura de capital provocado por una variación en acciones o en la deuda, es decir que efecto produce esta variación B/S, siendo B = al valor de mercado de la deuda y S = al valor de mercado de las acciones.

$K_e$  = costo de capital de accionistas

$K_l$  = costo de la deuda

$K_o$  = costo de capital



Si se asume una tasa de capitalización constante para las dos fuentes principales de capital, se puede optimizar la estructura de capital puesto que el  $K_0$  (costo de capital) disminuye conforme la deuda avanza.

Para ilustrar el método de utilidad neta se puede asumir que una empresa mantiene una deuda de \$3,000 pesos al 5%, que el valor esperado de utilidad neta de operación anual es de \$1,000 pesos y que la tasa de capitalización,  $K_e$  (capital - - aportado por accionistas) es del 10%.

$$K_e = \frac{E}{S} \quad \begin{array}{l} \text{UTILIDAD DISPONIBLE A ACCIONISTAS} \\ \text{Valor de mercado de acciones} \end{array}$$

$$K_l = \frac{F}{B} \quad \begin{array}{l} \text{Intereses en periodo (cargos fijos)} \\ \text{Valor de mercado de la deuda} \end{array}$$

$$K_0 = \frac{O}{V} \quad \begin{array}{l} \text{Utilidad neta de operación} \\ \text{Valor de mercado de la empresa} \end{array}$$

$$V = B + S \quad (\text{valor de mercado de la deuda} + \text{valor de mercado de las acciones})$$

$$K_0 = K_l \left( \frac{B}{B + S} \right) + K_e \left( \frac{S}{B + S} \right)$$

Según los datos anteriores se puede calcular el valor de mercado de la empresa de la siguiente manera:

O	\$ 1,000	
F	<u>-\$ 150</u>	(\$ 3,000 al 5%)
E	\$ 850	utilidad disponible a accionistas

Se capitaliza la utilidad disponible a accionistas.

$$E/K_e + B = V \quad 850/10\% + 3,000 = 11500$$

En la medida en que más se endeuda se notará una --  
afectación directa en el costo de capital.

$$K_o = \frac{O}{V} = \frac{1,000}{11,500} = 8.7\% \quad \text{tasa implícita de capitalización para la empresa}$$

"Se asume que se duplica la deuda de \$ 3,000 a \$ 6,000 -  
pesos:"

O	\$ 1,000	
F	<u>-\$ 300</u>	(\$ 6,000 al 5%)
E	\$ 700	

$$E/K_e = S \quad \$ 700/10\% = \$ 7,000$$

$$V = S + B \quad \$ 7,000 + \$ 6,000 = \$ 13,000 \quad (\text{valor de mercado de la empresa})$$

$$K_o = \frac{\$ 1,000}{\$ 13,000} = 7.7\%$$

Como se puede observar con ese aumento en la deuda se ob-  
tuvieron dos beneficios:

- 1) El valor de mercado de la empresa aumenta.
- 2) El costo de capital o tasa de capitalización para la empresa disminuye.

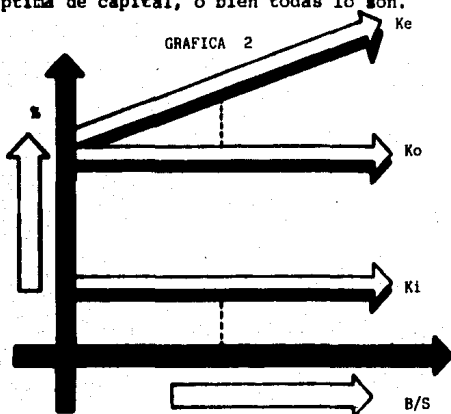
Con este método la Empresa puede incrementar su valor y al mismo tiempo disminuir su costo de capital, en la medida en que se aumente el nivel de endeudamiento.

En la gráfica anterior se puede observar como el costo de capital se optimiza en la medida en que se acerca al costo de la deuda ( $K_1$ ), conforme la deuda se incrementa.

Lo crítico de este método es que tanto  $K_1$  como  $K_e$  se mantengan constantes. Debemos recordar que a elevados niveles de endeudamiento tanto los Accionistas como los Acreedores -- tienden a exigir un retorno mayor por sus aportaciones ya que la empresa es considerada más riesgosa.

### 2.2.1.2. METODO DE UTILIDAD NETA DE OPERACION

Es en el cual el costo de capital se asume constante en su proceso de capitalización, por lo que la relación de dependencia con la estructura de capital desaparece. Es por esto que podemos afirmar que bajo este método no existe una estructura óptima de capital, o bien todas lo son.



Para ejemplificar este método se asumen los siguientes valores.

O	\$ 1,000	utilidad neta de operación
Ko	10%	tasa de capitalización para la empresa
<hr style="border-top: 1px dashed black;"/>		
V	\$10,000	valor de mercado de la empresa
B	- \$ 3,000	valor de mercado de la deuda
S	\$ 7,000	valor de mercado de las acciones
E	\$ 850	utilidad disponible a accionistas

$$K_e = \frac{E}{S} = \frac{\$ 850}{\$ 7,000} = 12.1\%$$

Se asume una duplicidad en la deuda.

O     \$ 1,000

Ko     10%

V     \$10,000     1,000/.10      $K_e = \frac{\$ 700}{\$ 4,000} = 17.5\%$

B     -\$ 6,000

S     \$ 4,000

Como se está aumentando el nivel de endeudamiento de la empresa los accionistas penalizan el riesgo exigiendo un retorno mayor, por esa razón el  $K_e$  aumenta de: 12.1% a 17.5%.

En este método el aspecto crítico es que  $K_o$  no se altere. "Un incremento de fondos supuestamente más baratos provenientes de la deuda se contrarresta exactamente por un incremento en el retorno esperado por los accionistas  $K_e$ , de tal manera que el promedio de  $K_l$  y  $K_e$  ( $k_o$ ), no se altera"

### 2.2.1.3. PRINCIPALES SUPUESTOS DEL MODELO

- No existen impuestos.
- En la proporción B/S, el cambio de B por S y el de S por B se efectúan en forma inmediata.
- La Empresa pagará el 100% de sus utilidades en divi--

dendos; esto lo hacemos con el objeto de aislar el --  
efecto de decisión de que hacer con los dividendos.

- Las utilidades de operación de la empresa no crecen.



### 2.2.2. METODO TRADICIONAL:

Asume que existe una estructura óptima de capital y que la empresa puede incrementar su valor total a través de la utilización juiciosa de la deuda. De hecho es un punto intermedio entre lo expuesto en las dos teorías del método anterior.

La estructura es óptima cuando el costo marginal real del pasivo, que incluyen costos explícitos e implícitos es igual que el costo marginal real de capital.

#### 2.2.2.1. Supuestos y Definiciones.

- Se asume que no existen impuestos sobre la renta.
- La razón de pasivo capital B/S de una empresa se cambia emitiendo pasivo para recomprar acciones o emitiendo acciones para pagar ese pasivo.
- Los cambios en la estructura de capital se efectúan inmediatamente. No existen costos de transacción.
- Todas las utilidades son distribuidas como dividendos.
- Las expectativas de las utilidades futuras son iguales para todos los inversionistas.

- Las utilidades operativas son constantes, Es decir, -  
la empresa no tendrá crecimiento.

Para ejemplificar numéricamente consideraremos la misma-  
empresa que en el método anterior, con una deuda de \$3,000 al  
5%, con un rendimiento esperado por accionistas (Ke) del 11%,  
debemos notar que este 11% es un intermedio del 10%, y el - -  
12.1% del método de utilidad neta de operación.

O	\$ 1,000	utilidad neta de operación
F	<u>\$ 150</u>	intereses (3000 al 5%)
E	\$ 850	utilidad disponible a accionistas
Ke	<u>11%</u>	costo de capital aportado por accionistas
S	\$ 7,727	valor de mercado de las acciones
B	<u>\$ 3,000</u>	valor de mercado de la deuda
V	\$10,727	valor de mercado de la empresa

$$K_o = \frac{\$ 1,000}{\$10,727} = 9.3\% \text{ implícito} \quad \text{costo de capital para la empresa}$$

Asumiendo una duplicidad en la deuda de 3000 a 6000 y -  
una penalización directa de los ACREEDORES con el aumento de-  
un punto porcentual en su rendimiento esperado por considerar  
la empresa más riesgosa en estas nuevas condiciones, así como  
una penalización de 3 puntos porcentuales de los ACCIONISTAS.

O UTILIDAD OPERATIVA	\$ 1,000
F INTERESES (6,000 AL 6%)	\$ 360
E UTILIDAD NETA	\$ 640
Ke COSTO DE LAS ACCIONES	<u>14%</u>
S VALOR DE MERCADO DE LAS ACCIONES	\$ 4,571
B VALOR DEL PASIVO	<u>\$ 6,000</u>
V VALOR TOTAL DE LA EMPRESA	\$ 10,571

$$K_o = \frac{O}{V} \text{ COSTO DE CAPITAL} = \frac{\$ 1,000}{\$ 10,571} = 9.4\%$$

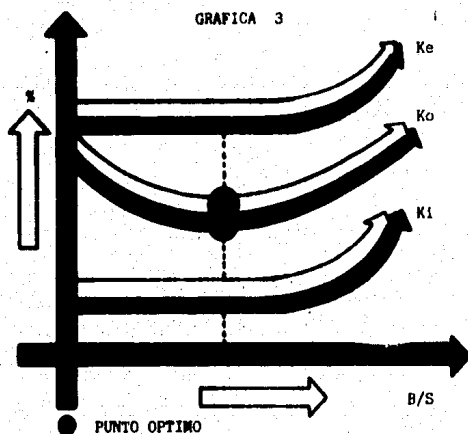
Se puede apreciar que al aumentar  $K_i$  y  $K_e$  por considerar se a la empresa más riesgosa al duplicar su deuda, su valor de mercado (V) disminuye, y el costo de capital  $K_o$  aumenta. - Esto se debe a que no hay un aumento juicioso de la deuda, ya que éste provoco en los accionistas y acreedores un aumento en el retorno esperado, como consecuencia no se puede optimizar la estructura de capital.

Con una deuda de \$ 3,000 en el primero de los casos anteriores y con una utilidad disponible a accionistas de \$850 en tonces se establece un precio por acción de:

$$\frac{S}{E} = \frac{\$ 7,728}{\$ 850} = \$ 9.09$$

Comparando este 9.09 del método tradicional con el método de utilidad neta de operación de Durand en el cual el precio por acción fue de 8.29, se aprecia un aumento en el valor de las acciones ya que el retorno esperado por los accionistas es mayor en el primer caso.

Si se aumenta  $K_i$  y  $K_e$ , el valor de mercado de la empresa es menor.



Si se utiliza la deuda en forma juiciosa si se puede optimizar la Estructura Optima de Capital. Para comprobar este supuesto se asume una empresa con una utilidad neta de operación de \$1,000, con una deuda de \$5,000 a una tasa de interés del 5% ( $K_i$ ) y un retorno esperado por accionistas de 13%.

O \$ 1,000

F -\$ 250 (5,000 AL 5%)

E \$ 750

Ke 13%

S \$ 5,769

$$K_o = \frac{\$ 1,000}{\$ 10,769} = 9.2\%$$

B \$ 5,000

V \$10,769

Aquí podemos observar la optimización de la Estructura de Capital ya que hay un aumento en el valor de mercado de la empresa y una disminución en el costo de capital con un aumento moderado de deuda.

Cuando el incremento en el retorno de la deuda sea más gradual que el incremento del retorno esperado por los accionistas se podrá obtener posiblemente una Estructura Optima de Capital. Es importante mencionar que cuando el valor de mercado de la empresa (V) baja, el costo de capital o retorno esperado por la empresa ( $K_o$ ) sube.

De esta manera podemos concluir que este método puede optimizar la Estructura de Capital aumentando su valor de mercado, y disminuyendo su costo de financiamiento a través del uso de deuda. Aun cuando el retorno esperado por los accionistas aumente conforme la deuda avanza ya que la empresa se considera más riesgosa ese incremento no contrarresta al bene

ficio que se obtiene con la utilización de fondos más baratos provenientes de la deuda, podemos resumir que el Ke no responde a un aumento hasta no llegar a niveles elevados de endeudamiento, lo cual le permite a la empresa planear con una mayor holgura su Estructura de Capital.

### 2.2.3. TEORIA MODIGLIANI Y MILLER

Modigliani y Miller en su teoría de estructura financiera y costo de capital toman como punto de partida el método de utilidad neta de operación de Durand, el cual concluye en que un incremento en fondos más baratos provenientes de la deuda en exceso se contrarresta exactamente con un incremento en la tasa de retorno esperada por accionistas, de tal manera que la tasa de retorno esperada por accionistas y la tasa de retorno que exigen los acreedores o sea el costo de capital de la empresa ( $k_0$ ) no se altera, sin embargo Modigliani y Miller asumen una serie de supuestos para poder aplicar en primera instancia su teoría:

1) Se asume que la información que produce la empresa al mercado se transmite libre de costo y se encuentra disponible en todo momento, no existen costos de transacción, se asumen inversionistas con una actitud perfectamente racional, no hay costos impuestos a la empresa cuando ésta incumple pagos de la deuda o va a la quiebra. Todos estos factores implican la existencia de un mercado perfecto.

2) El promedio de utilidades futuras es igual a la distribución de utilidades existentes para todos los accionistas.

3) Para poder ejercer el arbitraje (elección de empresas) se clasifican éstas de acuerdo a un retorno esperado - -

equivalente, compartiendo el mismo riesgo de operación.

4) Se asume que no hay impuestos sobre la renta.

Modigliani y Miller después del análisis que desarrollaron en torno a su teoría concluyen tres propuestas básicas:

- A) Valor de mercado de la empresa y su costo de capital son independientes de la estructura financiera de la misma. El valor de mercado de la empresa se da al capitalizar la corriente esperada de utilidades de operación a la tasa de descuento apropiada para la empresa según su riesgo.
- B) El retorno esperado por accionistas aumenta de tal manera que contrarresta los beneficios provocados por el uso de la deuda.
- C) La tasa de descuento que se utiliza para efectos de inversión es independiente de la forma en que una inversión es financiada o sea que hay una total separación entre las decisiones de inversión y el financiamiento de la empresa.

Para ilustrar numéricamente el proceso de arbitraje que consiste en la elección de dos o más empresas por un inversionista y las cuales se encuentran dentro de una misma clasificación de riesgo operativo se asuman una empresa "A" y una "B" idénticas en todos aspectos exceptuando que la empresa -



"B" guarda una deuda de \$30,000 a una tasa del 5%. Se deberá recordar que según la teoría del método tradicional la empresa "B" deberá mostrar un valor más alto y un costo de capital menor:

		"A"	"B"
Utilidad neta de operación	O	\$ 10,000	\$ 10,000
Intereses	F	<u>    --</u>	<u>  1,500</u>
Utilidad disponible acc.	E	\$ 10,000	\$ 8,500
Tasa de capitalización accionistas	Ke	<u>  10%</u>	<u>  11%</u>
Valor de merc. acciones	S	\$100,000	\$ 77,272
Valor de merc. deuda	B	<u>    --</u>	<u>  30,000</u>
Valor de merc. empresa	V	\$100,000	\$107,272
COSTO DE CAPITAL	} $K_o = \frac{E}{V} = \frac{\$ 10,000}{\$100,000} = 10\%$		$\frac{\$ 8,500}{\$107,272} = 9.3\%$

Como se observa la empresa "B" es penalizada por sus accionistas al exigirle un mayor retorno que a la empresa "A" - ya que la empresa "B" se considera más riesgosa por poseer -- deuda.

Para introducirnos al arbitraje se considerará un inversionista el cual es dueño del 1% de las acciones de la empresa "B".

Este inversionista desea vender sus acciones de la empresa "B" obteniendo \$772.72 (1% del valor de las acciones de la empresa que es de \$77,272).

Así como esta persona es dueña del 1% de las acciones, le pertenece el 1% de la deuda. Para sustituir este porcentaje de deuda corporativa tendrá que incurrir en un préstamo personal, quedándole al inversionista \$772,72 + \$300 que equivalen a la sustitución de deuda corporativa por deuda personal.

El inversionista desea comprar el mismo porcentaje de acciones de la empresa "A" por lo que incurre en una inversión de \$1,000 (1% de \$100,000 que es el total de valor de acciones de la empresa "A").

\$ 1,072.72	dinero disponible del inversionista
- <u>1,000.00</u>	valor de las acciones de "A"
\$ 72.72	utilidad en cambio

Si se analizan los retornos se podrá apreciar que: En la empresa "B" \$772.72 que representaba el 1% del valor de las acciones obtenía un retorno ( $K_e$ ) de 11% por lo tanto \$772.72 por 11% da un total de \$85 que es la utilidad obtenida.

En la empresa "A" \$1,000 que representa el 1% del valor de las acciones, obtenía un retorno ( $K_e$ ) del 10%, por lo tanto \$1,000 por 10% da un total de \$100 de utilidad al cual

le restamos los intereses que representan cargos fijos provocados por la deuda personal que equivalen a \$15 (\$300 por 5%) obteniendo un saldo final de \$85 de utilidad neta.

Se podrá concluir que en el cambio provocado por el arbitraje del inversionista de la empresa "B" a la empresa "A" -- además de obtener una utilidad en cambio de \$72.72 por una inversión menor, obtiene la misma utilidad, ya que antes -- -- \$1,072.72 producían \$85 de utilidad, y ahora \$1,000 obtienen los mismos \$85 de utilidad.

Se observa como de cierta manera la deuda personal substituye a la deuda corporativa que posee la empresa "B", así como se es dueño de un porcentaje de las utilidades de la empresa se es dueño de un porcentaje de la deuda de la misma, -- es esta la razón por la cual se dice que se están grabando -- las acciones de la empresa "A" recién adquiridas.

La acción de un número de inversionistas que realicen -- transacciones de arbitraje similares tenderá a elevar el precio de las acciones de la empresa "A", por el simple incremento en la demanda de éstas con una consecuente reducción en el retorno esperado por los accionistas; asimismo el precio de -- las acciones de "B" disminuye y consecuentemente aumenta el -- retorno esperado por los accionistas (ke).

El proceso llamado arbitraje continúa hasta agotar toda -- oportunidad de reducir el monto de lo invertido, obteniendo --

el mismo retorno en dinero. El punto de equilibrio se encuentra en el momento en que el valor total de mercado de las dos empresas sea el mismo y por lo tanto sus costos promedios de capital serán iguales.

Según el marco anterior podemos concluir que las oportunidades de inversión disponibles a accionistas no se alteran por cambios en la Estructura Financiera de la empresa.

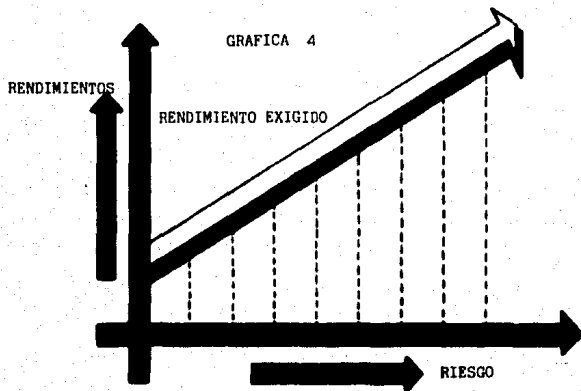
Como se pudo observar, lo expuesto anteriormente fortalece la propuesta básica de Modigliani y Miller de que el valor total de mercado de la empresa y su costo de capital son independientes de la estructura financiera, esta propuesta se cumple única y exclusivamente en mercados perfectos. En los cuales no existen costos de transacción, costos por insolvencia-financiera y bancarrota, entre otras.

Los mercados de capital perfectos son solamente un punto de partida en el que se apoyan Modigliani y Miller para establecer su modelo, ya que como se sabe, en la vida real no existen esta clase de mercados porque hay varios aspectos que se enumeraran a continuación que no lo permiten.

#### 2.2.3.1. Exceso de Deuda Dentro del Modelo.

De acuerdo a su hipótesis, Modigliani y Miller establecen que la línea del costo promedio de capital es horizontal y por lo tanto constante para cualquier nivel de endeudamiento.

to, sin embargo se sabe que el costo de la deuda puede incrementarse con un endeudamiento excesivo y después de cierto punto se esperará que la empresa pagará tasas de interés más elevadas.



Obviamente entre más alta es la deuda, menor es la posibilidad de cobertura de cargos fijos por concepto de intereses y más riesgoso se convierte cualquier préstamo, asimismo los accionistas con un mayor riesgo en su inversión castigan a la empresa exigiéndole un mayor retorno sobre su inversión ( $k_e$ ), por esa razón, cualquier rechazo a la premisa original de que el costo de capital sea independiente de su estructura financiera, deberá estar basado en que los supuestos que hacen un mercado de capital perfecto no son realistas, ya que el valor total de mercado de la empresa sufre alteraciones provocadas por cambios en su estructura de capital.

### 2.2.3.2. Costos por Insolvencia Financiera.

Al existir la posibilidad de que la empresa sea declarada en suspensión de pagos al no poder pagar sus obligaciones y tomando en cuenta que sus costos y gastos son importantes, una empresa sin deuda podrá resultar más atractiva para un inversionista que otra que posea pasivos para financiar sus operaciones.

Se asume que en un mercado perfecto no existen gastos -- por insolvencia financiera y los activos de la empresa reflejan su valor económico pudiendo ser vendidos a ese precio sin incurrir en gastos legales o de liquidación, pero como en la realidad un mercado no es perfecto, la insolvencia de un negocio provoca que los activos sean vendidos a un valor inferior a su valor de reposición.

La posibilidad de insolvencia financiera puede aumentar - las tasas  $K_e$  y  $K_i$  correspondiendo a un efecto negativo sobre el valor de mercado de la empresa y su costo de capital.

### 2.2.3.3. Apalancamiento Personal y Apalancamiento Corporativo.

Se puede observar como en el modelo se consideran la deuda personal y la deuda corporativa como perfectos sustitutos, sin embargo en la realidad esto no puede ser posible ya que - un individuo no tiene las mismas posibilidades de aceptar car

gos fijos que una empresa y tampoco tiene activos en la misma proporción para respaldar la deuda.

Lo relevante de esta imperfección es la facultad que tiene el intermediario financiero para substituir un instrumento de deuda por otro, la deuda individual se encuentra en desventaja con la corporativa ya que el inversionista que adquiere deuda personal está obligado a pagar esa obligación pase lo que pase mientras que en la deuda corporativa, el pasivo hace que su riesgo se limite a su inversión en acciones.

#### 2.2.3.4. EFECTOS DEL IMPUESTO SOBRE LA RENTA EN EL MODELO

No se puede descartar la existencia de impuestos sobre la renta en un mercado imperfecto (real).

El principal efecto del impuesto sobre la renta en la empresa es el de deductibilidad que tienen los intereses causados por los pasivos contraídos para efectos fiscales ya que provoca una disminución en la tasa promedio que se calcula -- después de impuestos en este modelo.

Los resultados del análisis de Modigliani y Miller se -- pueden resumir de la siguiente manera:

A) No existe otro beneficio para financiamiento con deuda que la reducción en impuestos de renta para la empresa debido a la deducción del interés por deuda.

B) No hay desventaja a costo (diferente a interés) para financiamiento con deuda.

Implicaciones para el financiamiento: Si una empresa no está pagando impuestos de renta, la decisión de financiamiento es irrelevante. No importa si se emite o no la deuda, en una u otra forma. Una empresa que paga impuestos debería maximizar su utilización de deuda. La deuda es superior a - - cualquier otra fuente de financiamiento.

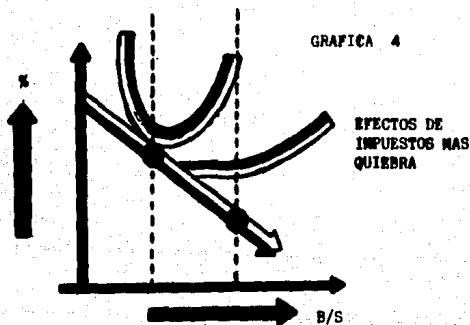
Para ilustrar numéricamente lo anterior, se asumirá la existencia de 2 empresas: una "A" y otra "B", las dos con una utilidad neta de operación de \$5,000 y con una tasa de impuestos y PTU de 52%, su tasa de capitalización después de impuestos es del 68%. La empresa "B" guarda un pasivo de \$3,000 a una tasa del 65%.

Considerando el modelo de Modigliani y Miller el valor total de las empresas será:



	"A"	"B"
Utilidad operativa	5,000	5,000
Impuestos y PTU 52%	<u>2,600</u>	<u>2,600</u>
Ut. Antes Int. Desp. imp.	2,400	2,400
Costo de Capital	<u>.68</u>	<u>.68</u>
Valor Emp. antes Pasivo	3,529	3,529
Intereses	--	1,950
Intereses (1 - Tasa imp.) 48%	--	936
Ahorro imp. por subs.	--	1,014
Tasa de la Deuda	<u>--</u>	<u>.65</u>
Valor Capital Deuda	<u>--</u>	<u>1,560</u>
Valor total Merca. Empresa	3,529	5,089

Como se puede notar en el ejemplo numérico anterior, la empresa "B" tiene un valor de mercado más alto que la empresa "A" debido a la deductibilidad de los intereses que es posible lograr solamente con la existencia de impuestos. A causa de este beneficio fiscal la empresa puede incrementar su valor usando apalancamiento financiero.

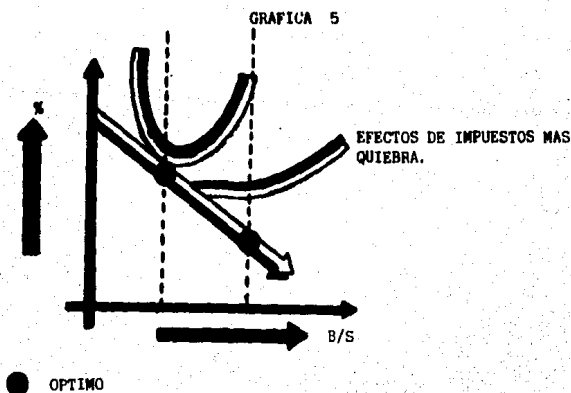


● OPTIMO

### 2.2.3.5. CONCLUSIONES DEL MODELO

Como se pudo observar ante la presencia tanto de impuestos como de costos por insolvencia financiera, si se puede lograr una estructura óptima de capital dentro del modelo de Modigliani y Miller y por lo tanto el costo de capital de la empresa si decrece conforme ésta se endeuda debido al beneficio fiscal de la deuda (deductibilidad). En un punto dado, la proporción excesiva de pasivo provocará que el riesgo de insolvencia y los costos asociados con ellos provocarán que el costo de financiamiento se eleve contrarrestando los beneficios fiscales.

Entre más importancia se le den a estas imperfecciones, el proceso de arbitraje pierde eficiencia y más oportunidad se le concede al logro de una estructura óptima de capital, como se ve en la realidad.



Tomando el efecto que provocan los impuestos en este modelo, si se optimiza la estructura de capital, al disminuir su costo financiero.

#### 2.2.4. EL MODELO DUPONT

"Alrededor de la Primera Guerra Mundial la compañía Dupont introdujo un método de análisis financiero que ha logrado un reconocimiento general por su utilidad y, en una forma u otra, ha sido adoptado por la mayor parte de las empresas de los E.E.U.U.<sup>\*(1)</sup>

El objetivo principal del método es suministrar a la administración una medida de desarrollo en forma de un retorno en la inversión (ROI)

Las dos versiones comunes del ROI son:

- A) INGRESO NETO A ACTIVOS TOTALES
- B) RETORNO DE PATRIMONIO

##### 2.2.4.1. INGRESO NETO A ACTIVOS TOTALES

El ingreso Neto es retorno para aquéllos que administran capital de participación. La medida propia de retorno de activos totales es el ingreso Neto más el interés sobre deuda dividido entre los activos totales.

---

<sup>\*(1)</sup>Administración Financiera. Lawrence Schall y Charles W. Haley. Pág. 431.

$$\text{ROI} = \frac{\text{VENTAS}}{\text{ACTIVOS TOTALES}} \times \frac{\text{INGRESO NETO}}{\text{VENTAS}} = \frac{\text{INGRESO NETO}}{\text{ACTIVOS TOTALES}}$$

Esta ecuación se utiliza a menudo pero puede ser engañosa y producir resultados en desacuerdo con otra ecuación que calcule lo mismo, ya que puede mostrar a una empresa con un gran retorno de patrimonio y un gran retorno total (ingreso neto = intereses) de activos totales que otra empresa, pero aún tener un ROI más bajo que la última compañía por que tiene menos deuda. Esto se ilustrará con una comparación numérica entre dos empresas más adelante.

Lo que se deberá hacer para medir el retorno en activos-totales es usar la razón:

$$\frac{\text{INGRESO NETO} + \text{INTERESES}}{\text{ACTIVOS TOTALES}}$$

#### 2.2.4.2. RETORNO DE PATRIMONIO

La segunda versión para calcular el ROI parte de la siguiente ecuación:

$$\text{ROI} = \frac{\text{VENTAS}}{\text{ACTIVOS TOTALES}} \times \frac{\text{ACTIVOS TOTALES}}{\text{PATRIMONIO DE ACCIONISTAS}} \times \frac{\text{INGRESO NETO}}{\text{VENTAS}}$$

dando como resultado:

$$\text{ROI} = \frac{\text{INGRESO NETO}}{\text{PATRIMONIO DE ACCIONISTAS}}$$

Si se hiciera una elección entre las dos ecuaciones vistas se debería elegir la de retorno de patrimonio ya que si se desea utilizar el ingreso neto como el numerador en un índice ROI de desarrollo, entonces estará interesado en el retorno de la riqueza neta y se utilizará la segunda ecuación que es una medida válida de desarrollo.

Ejemplo numérico:

Se ilustrará todo lo anterior asumiendo dos empresas: - la empresa A tiene utilidades 1.1 millones, activos por 10 millones y no tiene deuda.

En el modelo de ingreso neto activos totales:

$$\begin{array}{l} \text{Utilidades } 1,100,000 \\ \hline \text{Activos } 10,000,000 \end{array} = .11 = 11\% \text{ ROI (ACTIVO TOTAL)}$$

En el modelo retorno de patrimonio:

$$\begin{array}{l} \text{Utilidades } 1,100,000 \\ \hline \text{Activos } 10,000,000 \end{array} = .11 = 11\% \text{ ROI (PATRIMONIO)}$$

En este caso resulta por cualquiera de los dos modelos igual el retorno de la inversión.

En un segundo ejemplo en que la empresa B tiene utilidades de 1 millón, activos por 10 millones y una deuda de cuatro millones que le representan un egreso por concepto de intereses de 400 mil pesos:

En el modelo de ingreso neto a activos totales:

$$\frac{\text{Utilidades } 1,000,000}{\text{activos } 10,000,000} = .10 = 10\% \text{ ROI (ACTIVO TOTAL)}$$

En el modelo de patrimonio:

$$\frac{\text{Utilidades } 1,000,000}{\text{Patrimonio accionistas } 6,000,000} = .1666 = 16.66\% \text{ ROI (PATRIMONIO)}$$

$$\text{Patrimonio accionistas } 6,000,000 \quad (10,000,000 - 4,000,000)$$

Si se utilizara en el ROI (activos totales), la razón ingreso neto + intereses entre activos totales sería más alto el ROI que en la empresa A:

$$\frac{1,000,000 + 400,000}{10,000,000} = .14 = 14\% \text{ ROI (ACTIVOS TOTALES)}$$

En conclusión del ejemplo, si se utiliza el ROI (activos totales), la empresa A superaría a la B, pero si se usa el ROI (patrimonio) y el retorno de activos, la empresa B supera a la empresa A.

De esto surgen 2 preguntas:

a) ¿Puede una empresa incrementar su ROI aumentando su -

rotación de activos (ventas/activos totales)?

La respuesta a esta pregunta hace constatar la importancia de analizar el tipo de negocio. Existen negocios con alta rotación de activos como son concesionarios de autos, supermercados, etc. y otros con baja rotación como hoteles, edificios, servicios públicos, etc.

"La rotación de activos tiende a declinar cuando aumenta el periodo de tiempo requerido por la compañía para producir el artículo y a medida que aumenta la proporción de costos que va a la planta física. Se puede incrementar la rotación utilizando más eficientemente los activos disponibles y eliminando cualquier exceso de capacidad por subutilización en planta. Por lo general y según el tipo de negocio de que se trate existirá un límite superior en rotación de activos."<sup>14</sup>

b) ¿Puede una empresa aumentar su ROI incrementando su margen en ventas (ingreso neto/ventas)?

Depende de la política de fijación de precios, al control de costos y al nivel de ventas por parte de la empresa, lo cual dependerá de las condiciones competitivas.

"El margen de utilidad tiende a aumentar con el nivel de ventas a causa de la existencia de costos fijos operativos ta-

---

<sup>14</sup>Administración Financiera. Lawrence Schall y Charles W. Haley  
Pág. 433.



les como la depreciación sobre la planta (apalancamiento operativo). Si una empresa mantiene sus ventas altas y sus costos por unidad bajos, obtendrán una alta rentabilidad por ventas y por lo general retornos altos sobre la inversión<sup>(3)</sup>

---

<sup>(3)</sup>Administración Financiera. Lawrence Schall y Charles W. Haley. Pág. 433.

### 2.2.4.3. CONCLUSIONES DEL METODO DUPONT

El ROI es sólo una medida muy aproximada de la ejecución. Unicamente bajo circunstancias muy raras, la verdadera tasa de retorno que se gana en los activos de la empresa será igual al ROI calculado. Esto se debe a la definición de ROI la cual utiliza el ingreso neto contable, no el flujo de caja, y la depreciación contable no es igual a la depreciación real, por lo que el ingreso neto y valores de activos se altera. A pesar de estas deficiencias, es cierto que el ROI y la tasa real de retorno tienden a moverse conjuntamente, un ROI alto sobre varios períodos contables significa una tasa de retorno real alta y por lo tanto el ROI es un índice aproximado de ejecución para comparar el desarrollo relativo de empresas diferentes o divisiones dentro de una empresa.

**CAPITULO 3**  
**COSTO DE CAPITAL**

### 3. COSTO DE CAPITAL

#### 3.1. DEFINICION DE COSTO DE CAPITAL

"El costo de capital es la tasa de rendimiento que debe obtener una empresa sobre sus inversiones para que su valor en el mercado permanezca sin alteración." (4)

"El costo de capital para una determinada empresa es aquella tasa de descuento con la característica de que cualquier inversión cuya tasa de rendimiento sea superior (inferior) -- a esta tasa aumentará (disminuirá) el valor de mercado de la empresa." (5)

El valor de mercado de la empresa se obtendrá calculando el valor presente de las utilidades previstas, por lo tanto será a la tasa a la cuál se descontarán en el mercado las utilidades futuras de la empresa.

La utilización del costo de capital será una base para aceptar o rechazar inversiones ya que si se aceptan proyectos

---

(4) Fundamentos de Administración Financiera. Lawrence J. - Gitman. Editorial Harla, 1978. Pág. 372.

(5) Administración Financiera. Robert W. Johnson. Editorial C.E.C.S.A. 7a. impresión, 1984. Pág. 306.

con una tasa de rendimiento superior al costo de capital, disminuirá el valor de la empresa, de lo contrario aumentará.

## 3.2. IMPLICACIONES DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA

### 3.2.1. RIESGO

"Riesgo es el grado de incertidumbre acerca de un resultado. En términos estadísticos, el riesgo de una inversión debe medirse en forma aproximada mediante la dispersión de la distribución probabilística con respecto a su valor esperado." (4)

#### 3.2.1.1. RIESGO COMERCIAL

Para efectos de este capítulo se supondrá que al utilizar el costo de capital como elemento base para evaluar alternativas de inversión, la aceptación de proyectos similares -- propuestos de inversión no afectará el riesgo comercial de la empresa, los tipos de proyectos que acepte una empresa afectarán altamente su riesgo comercial.

Si se aceptara un proyecto de inversión con mayor riesgo que a lo que la empresa está acostumbrada, lo lógico será que

(4) Introducción a la Administración Financiera. Ezra Salomón y John J. Pringle. Editorial Diana Técnica. 1a. -- Edición, 1984. Pág. 313.

los proveedores de fondos elevaran el costo de los mismos ya que al haber mayor incertidumbre la probabilidad de recibir un rendimiento menor al esperado sobre su inversión será mayor. Asimismo, este proceso provocará acercarse cada vez más al límite en el cual ese proveedor de fondos no concederá el préstamo, ya que aunque éste obtendría un mayor rendimiento por tasas más altas, sabe que el riesgo que corre en la inversión es tan alto que cree que la inversión no podrá resistir la carga del rendimiento que la empresa espera recibir. Y por esta razón el inversionista exigirá cualquiera de las siguientes opciones:

- a) Aumento en el valor de sus acciones.
- b) Aumento de sus utilidades.

Los proyectos aceptados por la empresa no afectarán la variabilidad de los ingresos por ventas ya que como se explicó anteriormente, el riesgo comercial no variará al analizar el costo de capital. Esta suposición elimina la necesidad de considerar cambios en el costo de fuentes específicas de financiamiento que se presentan por cambios en el riesgo comercial.

### 3.2.1.2. RIESGO FINANCIERO

Una empresa requerirá siempre mayores utilidades de operación entre más alto sea el monto que ésta debe pagar por in

tereses y abonos hechos al principal o a fondos de amortización, por lo tanto, a este fenómeno en que la empresa pueda o no hacer frente a esos cargos fijos se le denomina riesgo financiero.

El riesgo financiero es afectado tanto por el financiamiento a largo plazo como por su estructura de capital.

Si la empresa mantiene un nivel alto de deuda a largo plazo en proporción a su capital, tendrá un riesgo financiero mayor, debido esto, al incremento de sus cargos fijos provocados por el mismo financiamiento contratado. El incremento en el riesgo de la empresa provocado por un apalancamiento alto, es compensado con el incremento en la tasa de rendimiento que esperan los suministradores de fondos, es decir, como se mencionó anteriormente al existir un mayor riesgo en la inversión, los inversionistas o suministradores de fondos esperarán una compensación a ese riesgo elevando su tasa de rendimiento esperada. Esta alza en la tasa de rendimiento esperada provocará un incremento en el costo de capital de la empresa, dificultando así el pago de las obligaciones contraídas y de los intereses de la misma, ya que, no obstante que la empresa se encuentra en un marco de mayor riesgo financiero, también está obligada a otorgar rendimientos más altos a los proveedores de fondos. Por esta razón es importante que la empresa busque diferentes alternativas de financiamiento tratando de proteger sus utilidades pagando a sus acreedores las

tasas más bajas posibles.

Cabe mencionar en base a lo anterior, la importancia de que una empresa encuentre su estructura óptima de capital, esto sólo se conseguirá cuando el costo de capital de la misma sea el más bajo del mercado.

### 3.2.2. IMPUESTOS

Los impuestos en México cobran gran importancia en cualquier modelo de formación de una estructura óptima de capital por el alto nivel de deductibilidad que es actualmente 42%. - Esto provoca que las obligaciones contraídas por la empresa y sus cargos fijos se estimen en un poco más de la mitad de la tasa contraída.

Es importante mencionar que así como se vió en el modelo de Modigliani y Miller, se puede lograr un decremento en el costo de capital conforme la empresa se endeude y con esto optimizar su estructura de capital.

### 3.2.3. IMPLICACIONES DE LA OFERTA Y DEMANDA DE LAS TASAS DE FINANCIAMIENTO

En los mercados de capitales se encuentran dos factores básicos:



1) Acreedores. (Proveedores de fondos)

2) Empresas.

Los acreedores buscan colocar capital en el mercado a -- las tasas de rendimiento más altas posibles, mientras que los deudores buscan financiarse a las tasas más bajas en el mercado.

Al existir una alta diversificación de acreedores en el mercado que buscan colocar su dinero, provocan la existencia de una alta competencia cuando el mercado requiere de una demanda de fondos, asimismo, los deudores al encontrarse en este mercado buscan el o los proveedores de fondos más baratos, por lo que estos fondos se convierten en un producto deseado por las empresas cuyo factor primordial es el precio que se rige por la oferta y la demanda.

Como se puede observar con anterioridad la importancia - del riesgo, ya sea comercial o financiero provocan una alteración en el costo específico de financiamiento a largo plazo, - lo cual se demuestra en la siguiente ecuación.

$R_j$  costo sin riesgo del tipo establecido de financiamiento

b premio comercial por el riesgo

$+f$  premio financiero por el riesgo

$K_j$  costo específico de los diferentes tipos de financiamiento a largo plazo.

Por lo tanto si se comparan dos empresas, el costo de cada tipo de capital puede diferir a causa de las diferencias en el grado de riesgo comercial y financiero, ya que el costo sin riesgo de un tipo dado de fondos permanece constante. No se debe olvidar que el costo sin riesgo puede diferir según el tipo de financiamiento que se utilice.

Por ejemplo:

La compañía A y la compañía B tienen el mismo costo sin riesgo en su deuda a largo plazo que es de 32%, las dos tienen el mismo riesgo comercial de 16%, en cuanto al riesgo financiero la compañía A tiene 16%, mientras que la B guarda un 19% ya que ésta exige un premio mayor ya que tiene un alto grado de apalancamiento en su estructura financiera. Esto da como resultado un 64% del costo de la deuda a largo plazo para la compañía A y un 67% para la compañía B.

En conclusión en una comparación interpresarial, el costo de un tipo dado de capital en una misma época, difiere solamente como resultado de diferencias en las configuraciones de riesgo de las empresas si es que los proveedores de fondos en el mercado ven de igual manera el riesgo relacionado con cada empresa, de lo contrario podrían dar como resultado costos financieros diferentes.

### 3.3. RIESGO Y AVERSIÓN AL RIESGO

“Un factor importante tomado en cuenta por los inversionistas al fijar tasas requeridas de rendimiento es el grado de riesgo que tiene la oportunidad de inversión.”<sup>(\*)</sup>

Es importante saber distinguir lo que es el riesgo de una oportunidad de inversión y la actitud del inversionista hacia el riesgo.

El riesgo se define como el grado de incertidumbre acerca de un resultado. El riesgo es una característica de la oportunidad de inversión y nada tiene que ver con las actitudes de los inversionistas.

---

(\*) Introducción a la Administración Financiera, Ezra Solomón y John J. Pringle. Pág. 302.

Normalmente las personas por lo general tienen una natural aversión al riesgo, esto quiere decir que si les preocupa el grado de incertidumbre al que incurren en el proyecto de inversión.

La aversión, neutralidad, y preferencia al riesgo son afirmaciones sobre la actitud de los inversionistas hacia el riesgo.

La actitud de los inversionistas hacia el riesgo es uno de los principales factores para determinar las tasas requeridas de rendimiento de una oportunidad de inversión.

De esta manera se establece que mientras mayor sea el riesgo, más alta será la compensación exigida por los inversionistas, por lo tanto la aversión al riesgo es una característica de conducta de los inversionistas. El rendimiento requerido de una oportunidad de inversión depende de lo arriesgado de la inversión.<sup>10</sup>

---

<sup>10</sup> Introducción a la Administración Financiera. Ezra Solomón y John J. Pringle. Pág. 314.

Se podrá concluir que un inversionista está dispuesto a invertir en un proyecto de inversión con riesgo e inclusive - con alto riesgo siempre y cuando la compensación sea lo suficientemente alta.

El riesgo del rendimiento para los accionistas depende, - en parte, del riesgo de operación de la empresa y, en parte - del apalancamiento financiero de su estructura de capital, re firiéndose como riesgo de operación a la incertidumbre en la determinación de los flujos de efectivo generados por las ope raciones de la empresa. Por otra parte el pasivo de apoyo fi nanciero se presenta en su estructura de capital a través del uso de deuda, que representa un derecho contractual preferente sobre los ingresos y bienes de la empresa. En este caso - como los tenedores de créditos tienen preferencia de los in- ingresos generados por la empresa, los accionistas, inversio- nistas o tenedores de capital absorben la mayor parte del - riesgo de operación de la empresa.

Al presentarse el apalancamiento financiero, el rendi- miento de las operaciones de la empresa se destinan básicamen- te a tenedores de crédito, tenedores de capital y al estado -

que tiene derecho a éste por medio de impuestos. El capital de la empresa se vuelve más riesgoso ya que el pasivo representa cargos fijos, por lo que los accionistas esperan un rendimiento mayor.

En este momento resulta de suma importancia explicar lo que significa la palabra costo de capital y su relación con la tasa de rendimiento requerido.

El costo de Capital es simplemente otra expresión de la tasa de rendimiento requerida. Es decir, es la tasa de rendimiento requerida de aquellos que proporcionan el capital. -- Ejemplificando, se puede decir, si 20% es el costo de capital de una empresa "X", los que poseen el capital de esa empresa exigirán 20% anual por el uso de ese capital ya que se presume que 20% es la tasa que el inversionista podría ganar en otra inversión con riesgo similar, en los mercados financieros. Como se mencionó anteriormente dada la aversión al riesgo, el costo de capital, por tanto, depende de la forma en que se utilizará el capital, es decir del grado de riesgo de las inversiones que va a financiar. Por lo tanto éste deberá interpretarse no como una cifra aislada sino como un conjunto de tasas fijadas por el mercado (inversionistas y acreedores) y que varían con el grado de riesgo.

Se podrá concluir que la tasa de rendimiento requerida y el costo de capital es lo mismo visto desde distintos puntos-

de vista. La tasa de rendimiento requerida es la tasa a la que los inversionistas están dispuestos a descontar su capital y el costo de capital por otro lado es la tasa que representa el costo del uso de recursos en dinero que necesita la empresa para financiarse y el valor de la misma estará establecida por los mercados financieros en proporción a la incertidumbre de los flujos de efectivo futuros.

### 3.3.1. LA INFLACION Y SU REPERCUSION EN EL RIESGO

A principios y mediados de la década de los cincuenta, - la inflación se aceleraba a tasas promedio muy bajas, por lo que generalmente su repercusión en inversiones no era muy alta. Actualmente y debido a la repercusión de la inflación -- dentro de las inversiones, se deberán incorporar los efectos anticipados de la misma al estimar flujos de efectivo futuros. En un medio inflacionario, los prestamistas y los proveedores de capital exigen una compensación adicional para equilibrar la pérdida del poder adquisitivo de la moneda. Esto provoca que aún y cuando se establezca un rendimiento esperado de una tasa llamada nominal, si en ese período en cuestión interviene una tasa de incremento en precios, la diferencia entre la tasa nominal y la tasa inflacionaria será el rendimiento real para el inversionista que en algunos casos pudiera llegar a ser negativa al no poder compensar el valor de recuperación.

De aquí parte la importancia de estimar la tasa de infla

ción para un período en un proyecto de inversión y sumarla a la tasa de rendimiento requerida por parte del inversionista para que de esta manera la tasa de rendimiento real sea igual a la tasa de rendimiento nominal.

Como los inversionistas aumentan sus tasas requeridas de rendimiento para compensar los efectos de la inflación, la gerencia o administración, al analizar oportunidades de inversión y actuando como agente de los accionistas, debe conocer que la tasa de rendimiento requerida nominal de cualquier oportunidad de inversión también se eleva durante períodos inflacionarios.

Por lo tanto los inversionistas al considerar altas tasas de inflación al tomar decisiones de inversión (que vendría a ser las oportunidades de financiamiento para las empresas) utilizan algunas reglas generales que afectan las tasas de rendimiento.

El mejor enfoque es el de modificar las estimaciones de los flujos de efectivo futuros para considerar los efectos de la inflación y así descontar dichos flujos a una tasa requerida de rendimiento también modificada por los efectos de la inflación. Desafortunadamente el ajuste de estas estimaciones a la tasa estimada de cambio en los índices generales de precio (por ejemplo, el índice de Precios al Consumidor) no siempre es suficiente. La inflación afecta a las industrias y a



las empresas en diferentes formas, dentro de una determinada empresa, la inflación puede afectar a los diferentes elementos de efectivo de diversas formas. Los ingresos por ventas pueden verse afectados de distinta manera que los costos de mano de obra, etc.

## CAPITULO 4

### FACTORES QUE SE DEBEN CONSIDERAR EN LA PLANEACION DE UNA ESTRUCTURA OPTIMA DE CAPITAL

#### 4. FACTORES QUE SE DEBEN CONSIDERAR AL PLANEAR UNA ESTRUCTURA OPTIMA DE FINANCIAMIENTO

Existen ciertos criterios comunes y muchas veces en conflicto, involucrados en la determinación de los métodos para financiar los activos. Esto se debe a que la situación de cada empresa es diferente y por lo tanto la ponderación que se le da a cada uno de estos elementos varía en base a la industria de que se trate la economía en el momento y de la compañía en sí.

La mezcla de pasivo y capital para financiar una empresa, muchas veces se ve limitada por los proveedores de fondos que pudieran decidir no financiar más a esa empresa por el riesgo financiero y operativo que representa la misma.

##### 4.1. ADECUACION

"Se refiere a la compatibilidad de los tipos de fondo empleados en la relación con la naturaleza de los activos financiados."<sup>10</sup>

<sup>10</sup>\*Administración Financiera, Robert W. Johnson. Pág. 271.

Esto quiere decir que los distintos tipos de fondos que se obtengan para financiar la empresa deben ser armónicos con los activos de operación empleados.

Para entender este concepto de una mejor forma deberemos partir del siguiente supuesto: La empresa x ha planeado en el presupuesto de efectivo un incremento estacional de sus inventarios, cuentas por cobrar y demás activos circulantes. De esta misma forma a planeado un incremento en sus activos fijos, que por supuesto se obtendrán del presupuesto de capital.

Partiendo del supuesto anterior la empresa x ha hecho planes de expansión por lo que necesitará grandes cantidades de activos tanto fijos como circulantes. Como es natural aún en temporada baja de ventas se necesitarán algunos activos -- circulantes, ya que se necesitará de la existencia de efectivo para hacer frente a los compromisos contraídos por la empresa, inventario para poder surtir los pedidos de la cliente la y como es natural saldos de cuentas por cobrar de clientes pendientes de cobro. Por esta razón se puede suponer que algunos activos circulantes son realmente activos fijos para la empresa.

A medida en que el negocio se expande se necesitará de una mayor cantidad de esos activos circulantes a lo que se -- les llamarán "activos no permanentes". Esta necesidad partirá de un mayor volumen de ventas que supuestamente generará -- la empresa como resultado de su expansión.

No hay una fórmula que permita conocer con exactitud - -  
cuales son activos circulantes y cuales son activos permanen-  
tes.

"Como regla general, se puede decir que es conveniente fi  
nanciar los activos permanentes, incluyendo los "activos cir-  
culantes permanentes "con fondos permanentes"<sup>110)</sup>

La razón de financiar activos permanentes con fondos per-  
manentes se deriva de los flujos de efectivo que producen di-  
chos activos. Normalmente los activos fijos proporcionan ser-  
vicios a través de varios años. Estos activos y el servicio-  
que prestan los mismos hacen que la empresa o dueño de ellos-  
obtenga beneficios mediante el flujo de entradas de efectivo-  
que éstos genera, el cual debe incluir una recuperación de --  
una parte de la inversión en los activos fijos por medio de -  
su depreciación. Generalmente la recuperación de los activos  
es un proceso lento por lo cual sería un error pagarle al - -  
acreedor que ha financiado la adquisición de estos activos fi  
jos, en un plazo menor al que se requiere para obtener los in  
gresos en efectivo por el empleo de esos activos.

De la misma manera entre mayor sea la proporción de acti  
vos circulantes temporales mayor será la necesidad de pasivo-  
a corto plazo.

---

<sup>110)</sup> Administración Financiera. Robert W. Johnson. Pág. 271.

Esta premisa parte de que no sería conveniente estar pagando intereses y la amortización de capital de un crédito si el dinero del mismo permanece ocioso por su falta de uso, ya que estos recursos obtenidos por capital contable o por pasivo a largo plazo, representarían una inversión no productiva de dinero.

En conclusión se podrá decir que si se obtiene financiamiento de activos circulante, por medio de pasivos a corto -- plazo flexible, es decir que se pueda expandir o contraer de acuerdo con las necesidades de la empresa, estaríamos optimizando nuestros recursos.

## 4.2. RIESGO

Todo negocio está sujeto a fluctuaciones en las ventas, que a su vez producen fluctuaciones en las utilidades disponibles para los accionistas.

Los accionistas comunes tienen aversión hacia el riesgo- el cual se mide mediante la varianza de los rendimientos esperados. Se enfrentan ante dos tipos de riesgo: el riesgo comercial y el riesgo financiero. En primer término dadas las mismas utilidades esperadas por acción, los accionistas preferieren invertir en aquellas una distribución probabilística - con poca dispersión de sus utilidades en contraste con aquellas que tengan una mayor varianza.

Los inversionistas no están dispuestos a aceptar una mayor varianza salvo que se les compense con un nivel de utilidades esperado más elevado.

"Las decisiones individuales respecto al riesgo y al rendimiento que deban tomar los inversionistas se verán reflejadas, en última instancia, en los precios de mercado de las acciones"<sup>(1)</sup>

Cuando se asume pasivo se contraen dos compromisos fijos: en primer término, se estará obligado a pagar intereses sobre la deuda, y en segundo, se estará obligado a pagar capital.

<sup>(1)</sup>Administración Financiera. Robert W. Johnson. Pág. 273.

El riesgo estará en función de la posibilidad de que las fluctuaciones en las ventas, conduzcan a una situación de poca liquidez tal, que no se puedan cubrir los intereses y la amortización del capital insoluto de la deuda.

Se deberá considerar los cambios en utilidades disponibles para los propietarios residuales, que pueden ser provocados por dos elementos: el primero de ellos es la Palanca de Operación, la cual se relaciona el efecto general del volumen de producción sobre los ingresos y gastos, y consecuentemente sobre las utilidades de operación neta. En segundo término, Palanca financiera, se refiere al costo fijo que la empresa está comprometida a pagar como consecuencia de la obtención de capital el cual puede ser reflejado como el pago de intereses por deuda o bien como el pago de dividendos a los accionistas.

#### 4.3. RENDIMIENTO

Para determinar si la palanca financiera es o no favorable se deberá estudiar el efecto que tienen los diversos niveles de pasivo sobre las utilidades después de impuestos así como el efecto que tendrá una emisión de acciones. Sin embargo es importante recalcar que es más conveniente financiarse con pasivo que con acciones preferentes, debido esto al tratamiento de deductibilidad que se aplican a los intereses generados por el crédito. Sin embargo aún y cuando a simple vista



sea más conveniente la utilización de pasivo para financiar la empresa, se deberá cuidar de no sobrecargar con pasivo, su estructura de capital, ya que esto provocaría un incremento en riesgo que podría sobrepasar en importancia al aumento en las utilidades.

#### 4.4. CONTROL

Uno de los objetivos primordiales de la administración general es el de mantener el control de la empresa. Por esta razón el control es uno de los factores más importantes que se debe considerar en la planeación del tipo de financiamiento -- que se usará. Esto quiere decir que los administradores deberán determinar cuidadosamente el tipo de acreedores y de accionistas para así recavar fondos de los mismos sin darles derecho de voto en decisiones administrativas. Sin embargo no se puede generalizar que esto es lo más aconsejable ya que si se recibe más dinero prestado del que se puede pagar, o bien, que se vean dificultades para cubrir los intereses, los acreedores podrán adjudicarse los activos de la compañía ejerciendo su derecho, en este caso se perderá el control de la misma por lo que de a pensar que muchas veces es preferible recurrir a un financiamiento adicional de capital social, o bien emitir acciones preferentes con la promesa a los inversionistas de poder elegir el consejo de directores.

#### 4.5. MANIOBRABILIDAD

Esta se refiere a la capacidad de ajustar los fondos según las necesidades de la empresa seleccionando fuentes de financiamiento que nos permitan aumentar o disminuir los fondos. Esto permitan no sólo emplear el tipo de fondos que se tenga - más disponible en un momento determinado, sino también establecer nuestras condiciones a un proveedor de fondos.

#### 4.6. OPORTUNIDAD

"Intimamente relacionado con la maniobrabilidad en la determinación de los tipos de fondos a usar, esta el factor de - oportunidad. Una consecuencia importantísima de la maniobrabilidad es que nos permite aprovecharnos de las oportunidades -- que nos ayuden a minimizar el costo total de los fondos provenientes del pasivo y capital. Con mucha frecuencia se pueden conseguir grandes ahorros si se emiten los valores en el momento oportuno."<sup>(18)</sup>

La oportunidad que brindan los mercados financieros en - la obtención de fondos más baratos está basada en la libre - oferta y demanda que rigen estos mercados. Esto quiere decir - que es posible que una fuente de financiamiento que no parecía

---

<sup>(18)</sup> Administración Financiera. Robert W. Johnson. Pág. 288.

## ESTA TESIS NO DEBE SALIR DE LA BIBLIOTECA

atractiva en el pasado por presentar una alta tasa de descuento, en el presente se convierta en la opción más atractiva de las alternativas. Asimismo se puede dar el caso en que las alternativas de financiamiento no sean convenientes para una empresa por su alto costo, pero sin embargo serán usadas en momentos en que la empresa requiera de fondos urgentes.

Otro punto importante que se deberá considerar es que como se debe mantener un equilibrio apropiado entre pasivo y capital, para así no incrementar el riesgo de la empresa, habrá ocasiones en que se tenga que sacrificar el uso de fondos de financiamientos baratos provenientes del pasivo dentro de la estructura de capital, si ya se encuentra la empresa cargada con demasiado pasivo teniendo que incurrir en fondos provenientes directamente de capital, que por lo general son más caros.

Para lograr optimizar la estructura de capital de una empresa se debe mantener en equilibrio los factores de adecuación, rendimiento, riesgo, control, maniobrabilidad y oportunidad, para de esta forma buscar el mayor beneficio posible de la empresa en la obtención de fondos de financiamiento que representen el costo de capital más barato existente en el mercado.

## 4.7. FACTORES EXTERNOS QUE SE DEBEN CONSIDERAR EN LA BUSQUEDA DE UNA ESTRUCTURA OPTIMA DE CAPITAL

### 4.7.1. CARACTERISTICAS DE LA ECONOMIA

Al determinar un plan de financiamiento para obtener fondos tanto de acreedores como de accionistas, se debe considerar que éste es por un período, que puede ser a corto, mediano o largo plazo, por lo que se supondrá que la economía actual no persistirá mañana y será necesario hacer una serie de pronósticos de la evolución de la economía para así integrarlos dentro de la planeación financiera como pueden ser inflación, desliz de la moneda, tasas de interés, inversión, crecimiento, balanza comercial, etc.

### 4.7.2. NIVEL DE ACTIVIDAD DE LOS NEGOCIOS

Se deberá determinar las expectativas de evolución del tipo de actividad para así establecer las necesidades de inversión en activos y de fondos que habrán de servir para financiar su adquisición, y determinar las fuentes de fondo de financiamiento a las que se deberá acudir para financiar la actividad operativa de la empresa, para así determinar el impacto de los cambios esperados en el nivel general de actividad en la empresa.

#### 4.7.3. LOS MERCADOS DE DINERO Y CAPITAL

Es de suma importancia conocer los costos de financiamiento existentes dentro del ámbito de la empresa para así determinar si habrá suficientes recursos de financiamiento, o bien si los fondos existentes en calidad de préstamo escasearán. Por ejemplo, si se piensa que las tasas de interés disminuirán, será conveniente obtener fondos prestados pero conservando la maniobrabilidad de poder aprovecharlos posteriormente más baratos.

#### 4.7.4. TASAS DE INTERES

Puesto que el costo por intereses sobre fondos obtenidos en calidad de préstamos constituye un gasto deducible de impuestos, los aumentos en las tasas de impuestos aplicables, aumentan nuestra conveniencia de financiarnos con pasivo en relación con otros tipos de fondos si consideramos el punto de vista de las utilidades.

#### 4.7.5. CARACTERISTICAS DE LA INDUSTRIA

##### 4.7.5.1. VARIACIONES ESTACIONALES

Estas se refieren a la necesidad que tienen las empresas cuyas ventas sufren grandes fluctuaciones estacionales durante el año de formar una estructura de capital cuya proporción de préstamos sea mayor a corto plazo, asimismo será de suma -

importancia para tales empresas que exista una adecuación entre las fuentes de fondos y los activos que se estén financiando.

#### 4.7.5.2. VARIACIONES CICLICAS

Existen ciertas compañías en las cuales los productos que producen son relativamente insensibles a los cambios en el nivel del ingreso nacional como son artículos de consumo no durable, artículos baratos, de hábito, etc., por lo que sus fluctuaciones en ventas son menores que los movimientos antes mencionados. Por el contrario hay empresas que reaccionan de manera contraria si es que éstas fabrican artículos de consumo durable como bienes de capital. Esto provocará que se analicen las fluctuaciones en las ventas para así ver si es conveniente añadir demasiada palanca financiera a la palanca de operación existente. Una deuda fuerte a largo plazo, que venciera en un año futuro de depresión podría significar el fin de la compañía.

#### 4.7.5.3. NATURALEZA DE LA COMPETENCIA

Es muy importante determinar y conocer el tipo de competencia al que se está sujeto ya que de alguna manera ésta puede ser la principal barrera para obtener financiamiento al emitir acciones por que la competencia puede ofrecer mejores rendimientos sobre inversión y al tratarse de la misma rama -

de la industria los inversionistas preferirán invertir en la empresa que reditue mayores ganancias.

#### 4.7.5.4. ETAPAS DEL CICLO DE VIDA

Todas las industrias, de alguna manera y al igual que -- los productos nacen, crecen, maduran, y con mucha frecuencia mueren. Es muy importante conocer la etapa del ciclo de vida en el cual se encuentra la empresa. Si la industria se encuentra en su infancia, el porcentaje de los negocios que fracasan será muy elevado, y la principal fuente de financiamiento con la que cuentan es con capital que al considerar esta empresa riesgosa se convierte a su vez en una alternativa de inversión para inversionistas con poca aversión al riesgo. Por otra parte es muy peligroso financiarse con pasivo por la dificultad que pudiera presentarse en los pagos de cargos fijos por concepto de intereses y amortizaciones de capital.

En la etapa de crecimiento y maduración se deberá poner especial cuidado en la mezcla de pasivo y capital que se deberá usar en el financiamiento de la empresa ya que lo importante es conseguir que el costo de capital sea el más bajo posible.

#### 4.7.6. REGLAMENTACION

Se refiere a las limitaciones que pueden existir en el tipo de financiamiento que se haya seleccionado. Al fijar --

las tarifas máximas que se pueden cobrar, las comisiones reguladoras afectan las ganancias de las empresas y por lo tanto influyen en los tipos de fondos que ésta pueda obtener.

#### 4.7.7. COSTUMBRE

Además de las disposiciones específicas requeridas por organismos reguladores, la tradición ha establecido ciertas costumbres respecto a las estructuras de capital para las compañías de ciertos ramos.

Se sugiere que las compañías industriales deban establecer sus pasivos a largo plazo para así tener un margen en el tiempo que les permita recuperar su inversión antes del pago del capital. Asimismo deberán financiarse con capital proveniente de accionistas para disminuir la carga de pagos fijos y el riesgo que ésta ocasiona. Por otra parte hay empresas que deben conformar su estructura de capital con pasivo a corto plazo, flexible que le permita expandirlo o contraerlo según sus requerimientos y así evitar el pago de intereses y -- amortización de capital cuando no requiera del crédito.



**CAPITULO 5**  
**FUENTES DE FINANCIAMIENTO PARA LAS**  
**EMPRESAS**

## 5.1. FUSIONES

En los últimos años se hace cada vez más eminente que una gran cantidad de empresas mexicanas han encontrado la fusión de empresas como una forma de financiar sus operaciones. Esto se debe a dos factores fundamentales:

- Escasez de financiamiento externo.
- Complejidad de los negocios durante su evolución.

Es importante recalcar que resulta un poco difícil llevar a la práctica este tipo de fuente de financiamiento debido básicamente a una serie de variables como son:

- Determinación del precio de venta de la empresa que será fusionada.
- Determinación y establecimientos de la razón de intercambio de acciones entre las empresas.
- La integración del cuerpo administrativo y directivo de la empresa fusionante.

Una fusión de empresas es un convenio celebrado entre dos o más empresas en el cual una sobrevive y la otra u otras desaparecen a través de un intercambio de acciones, haciéndose responsable del manejo de activos, pasivos y demás obligaciones la empresa fusionante.

**EMPRESA A**

activo	\$100	pasivo	\$ 60
		capital	40
	<u>        </u>		<u>        </u>
	\$100		\$100

**EMPRESA B**

activo	\$ 100	pasivo	\$ 40
		capital	20
	<u>        </u>		<u>        </u>
	\$ 100		\$ 60

DESAPARECE LA EMPRESA B

**EMPRESA A SOBREVIVIENTE "FUSIONANTE"**

activo	\$ 160	pasivo	\$ 100
		capital	<u>60</u>
	<u>        </u>		<u>        </u>
	\$ 160		\$ 160

**5.1.1. RAZONES QUE FUNDAMENTAN EL USO DE ESTA FUENTE DE FINANCIAMIENTO**

a) Economías de escala, se refiere a la reducción de costos mediante el aumento de producción.

b) Costo administrativo, se refiere a que gracias a la fusión de empresas es posible disminuir el gasto de la administración, tanto personal como material.

c) Participación en el mercado, se refiere a que la integración de estas empresas permitirá una mayor captación de consumidores.

d) Ciclo económico, se refiere a la diversificación económica de las empresas con el fin de mantener una estabilidad en las utilidades durante todo el año.

e) Tecnología, se refiere a la posibilidad de automatizar los sistemas de producción y administración para lograr mayor productividad.

f) Recursos humanos, se refiere a la capacitación y - - adiestramiento del elemento humano.

g) Exedentes de efectivo, se refiere a la aplicación de los mismos como inversión.

h) Para la adquisición de productos, se refiere a la obtención de productos cuya fabricación esta protegida por patentes.

i) Fortalecimiento de capital, ocurre cuando se desea - obtener más financiamientos y la razón pasivo sobre capital es muy elevada.

EMPRESA A			
activo	\$100	pasivo	\$ 90
		capital	<u>10</u>
	\$100		\$100

Pasivo/capital: 9

EMPRESA B			
activo	\$100	pasivo	\$ 10
		capital	<u>90</u>
	\$100		\$100

Pasivo/capital: 0.11

EMPRESA AB			
activo	\$200	pasivo	\$100
		capital	<u>100</u>
	\$200		\$200

Pasivo/capital: 1

## 5.1.2. TIPOS DE FUSION

### 5.1.2.1. ESTATUTARIA

Es el tipo de fusión acordada por mayoría de accionistas de las dos empresas. Es decir que si los accionistas mayoritarios de las dos empresas aprueban la fusión ésta se llevará a cabo.

### 5.1.2.2. CONTROLADORA

Este se presenta cuando una de las empresas tiene una -- cantidad de acciones de la otra, situación que le permite decidir sobre:

- a) Giro de la empresa controladora, también conocida como Holding.
- b) Nombramiento del consejo directivo y de administra--ción.

La Holding puede estructurarse de tres formas:

**Horizontal:** Es la empresa que logra ampliar las opera--ciones de la misma mediante la fusión de otra empresa dentro - de un mismo sector.

**Vertical:** Este tipo de fusión se refiere a que una de - las empresas llamada Holding fusione a otra con el fin de abastecer sus recursos o distribución.

Híbrida: Este tipo de fusión se refiere a la unión de dos o más empresas que desean ampliar su participación dentro de la actividad económica nacional sin pertenecer al mismo giro o sector.

#### 5.1.2.3. ARRENDATARIA

Es cuando una empresa renta a otra sus activos y recursos percibiendo por esto un ingreso, que posteriormente será distribuido como dividendo.

#### 5.1.2.4. CONSOLIDADA

Este tipo de fusión se presenta cuando dos empresas desaparecen y renace una nueva la cual absorbe los activos, los pasivos y las obligaciones de las empresas que desaparecen.

### 5.1.3. ASPECTOS BASICOS A CONSIDERAR EN UN PROYECTO DE FUSION

#### 5.1.3.1. UTILIDADES

El aspecto básico a considerar es el comportamiento que han desarrollado a través del tiempo cada una de estas empresas en sus resultados y el que reflejarán después de la fusión a corto, mediano y largo plazo.

Ejemplo:

utilidad por acción de Cia. A y cia. B sin fusionarse:

	CIA. X.	CIA. Y
Utilidad	\$40,000.00	\$20,000.00
número de acciones	1000	1000
utilidad por acción	40.00	20.00
*utilidades contenidas en el precio de cada acción	4	2
precio por acción	160.00	40.0

\*número de veces que representa el precio por acción por su --  
rendimiento (utilidad) "Rendimiento por acción"

CIA. X FUSIONANTE

utilidad	\$ 60,000.00
razón de intercambio	1*4
número de acciones	1,250.00
utilidad por acción	48.00
utilidades contenidas en el precio por acción	4.00
precio por acción	192.00

En este último caso se podrá observar, conviene la fu- -  
sión para las dos empresas ya que la utilidad por acción se in-  
crementa en ambas. Para tal caso se puede hacer una comproba-  
ción con el valor de X y de Y antes de la fusión:

	CIA. X	CIA. Y
no. de acciones	1,000	1,000
precio por acción	160.00	40.00
valor de la empresa	\$ 160,000.00	\$ 40,000.00

Cia. X fusionante

no. de acciones propiedad de socios originales de X	1000
precio unitario por acción	192.00
importe de la participación en la empresa fusionante	192,000.00

Cia. Y fusionante

no. de acciones propiedad de socios originales de Y	250
precio unitario por acción	192.00
importe de la participación en el capital de la empresa fusionante	48,000.00

En el caso de que la proporción de intercambio de acciones fuera 3 x 4, la utilidad de la empresa fusionante sería la siguiente:

utilidad	\$60,000.00
razón de intercambio	3 x 4
no. de acciones	1,750.00
utilidad por acción	34.28



Como se puede observar en este caso la utilidad disminuye de \$40.00 a \$34.28, debido a la razón de intercambio de 3 acciones de la empresa sobreviviente por cada 4 acciones de la empresa que desaparece.

En este caso la fusión es favorable para los accionistas de la empresa Y, y desfavorable a los socios de la empresa X.

Cabe aclarar que normalmente el efecto de la fusión en cuanto a las utilidades en cuanto a corto plazo es desfavorable, por los costos de estudios de factibilidad, costo de la formalización de la fusión y por la prima pagada a la empresa que desaparece.

#### 5.1.3.2. COSTO DE CAPITAL

Este aspecto es vital en la consideración de un proyecto de fusión ya que éste depende de una serie de decisiones que permita alcanzar a las empresas beneficios como lo es en este caso el bajo costo de financiamiento,

ejemplo:	"A"		"B"	
	ESTRUCTURA DE CAPITAL	% COSTO	ESTRUCTURA DE CAPITAL	% COSTO
crédito comercial	10	--	5	--
crédito bancario	40	70%	95	70%
capital	70	TRR 10%	60	TRR 35%
util. acumuladas	<u>30</u>	TRR 45%	<u>35</u>	TRR 40%
total pasivo y cap.	150		195	

#### DETERMINACION DEL COSTO REAL

##### EMPRESA "A"

	ESTRUCTURA DE CAPITAL	PROPORCION %	%COSTO	PONDERADO
crédito comercial	10	6.66%	--	--
crédito bancario	40	26.67%	33.6%	8.96%
aportaciones	70	46.67%	40%	18.67%
util. acumuladas	<u>30</u>	<u>20.00%</u>	<u>45%</u>	<u>9.00%</u>
	150	100.00%	--	36.63%

(se considera 33.6% por ser deducible para efectos de impuestos el importe de los intereses pagados)

EMPRESA "B"

	ESTRUCTURA DE CAPITAL	PROPORCION%	%COSTO	PONDERADO
crédito comercial	5	2.56%	--	--
crédito bancario	95	48.72%	33.65	16.36%
aportaciones	60	30.77%	35%	10.77%
util. acumuladas	<u>35</u>	<u>17.95%</u>	<u>40%</u>	<u>7.18%</u>
	195	100.00%	--	34.31%

COSTO DE CAPITAL DE "B" FUSIONANTE

	ESTRUCTURA DE CAPITAL	PROPORCION	COSTO	COSTO PONDERADO
CREDITO COMERCIAL	15	4.35%	--	--
crédito bancario	135	39.13%	*33.6%	13.14%
aportaciones de cap.	130	37.68%	**35%	13.19%
utilidades acumulad.	<u>65</u>	<u>18.84%</u>	40%	<u>7.53%</u>
	<u>345</u>	<u>100.00%</u>		<u>33.86%</u>

\*Se considera el costo del crédito bancario en 33.6% ya que la tasa del 70% es deducible para efectos de impuestos al 52%, es decir, que la carga fija de intereses es menor.

\*\*Las tasas de rendimiento exigida tanto por aportaciones de capital como de utilidades acumuladas son las de la empresa sobreviviente.

En este caso, el costo de capital mediante la fusión de las empresas "A" y "B" es menor que el costo individual de cada empresa, por lo que el proyecto de fusión es recomendable desde el punto de vista del costo del capital.

#### 5.1.4. MECANICA DE LA FUSION

##### ETAPAS:

Búsqueda de prospectos

Investigación del prospecto

Negociación de la fusión

Formalización de la fusión

Búsqueda de prospectos.

Esta etapa se inicia cuando la fusión es analizada como una de las alternativas más conveniente para financiamiento, y consiste en establecer contacto con casas de bolsa, instituciones financieras y consultores, ya que son las entidades -- que pueden conocer los candidatos óptimos para la fusión.

Investigación del Prospecto.

Se deberá de analizar una serie de factores que a continuación se describen para determinar la conveniencia del proyecto de fusión.

- Estatutos constitutivos
- Estructura de capital de la empresa fusionada
- Estado financiero del último ejercicio fiscal
- Declaración de impuestos
- Ultimo avaluo de activos
- Antecedentes públicos y comerciales de la empresa
- Ultimos dictámenes de estados financieros
- Balance general de la empresa a la fecha de estudio

- Configuración de pasivos
- Capacidad generadora de efectivo
- Integración de las cuentas por cobrar, activos fijos e inventarios
- Juicios legales y laborales de la empresa
- Cuerpo directivo de la empresa
- Organigrama estructural de la empresa
- Capacidad instalada en todas las áreas
- Productividad y capacitación de personal
- Situación sindical
- Tipo de tecnología utilizada en la fabricación

#### Negociación de la Fusión.

En esta etapa los puntos objeto de definición serán los siguientes:

- Reglamentación relativa a la negociación de acciones de la empresa sobreviviente una vez realizada la fusión.
- Integración del cuerpo administrativo y directivo de la empresa fusionante.
- Determinación de la razón de intercambio de acciones entre los accionistas de la empresa fusionada y la empresa fusionante.
- Formalización de la fusión que no es otra cosa que notificar a las autoridades gubernamentales, proveer de información a entidades financieras así como a inversionistas, clientes, acreedores, proveedores y público en general.

## 5.2. ADQUISICIONES

La adquisición de empresas es una transacción por medio de la cual una empresa adquiere derechos sobre los activos, - pasivo y capital de otra mediante el pago correspondiente del valor previamente convenido.

Es una alternativa de financiamiento que permite adquirir una serie de beneficios como son: aprovechar oportunidades de inversión, de estímulos fiscales, incrementar utilidades, disminuir riesgos financieros y operativos, aumentar - - prestigio e imagen en el mercado y aplicar excedentes de efectivo a una tasa de rentabilidad que represente una buena oportunidad de inversión.

La empresa adquiriente puede llevar a cabo la adquisición de tres formas:

- 1) En efectivo - se refiere al egreso de dinero proveniente de su propia caja.
- 2) En acciones - se puede presentar ya sea con pasivo o con la emisión de acciones preferentes.
- 3) A plazos - se logra por medio de la emisión de acciones comunes y la obtención de fuentes de financiamiento adicionales con un costo deducible de impuestos.

Los factores claves fundamentales para determinar el precio de una empresa que desea ser adquirida son las siguientes:

- flujos de efectivo
- utilidades actuales
- crédito comercial
- mercado comercial de los productos de la empresa
- tecnología utilizada
- utilidades futuras
- capacidad de absorción de la deuda

Es importante recalcar que el pago de una prima por concepto de crédito mercantil sólo debe hacerse cuando:

- la empresa adquirente pueda administrar a la adquirida más eficientemente y de esta manera incrementar su rentabilidad.
- la adquisición permita al adquirente invertir nuevo capital.
- cuando existan pruebas de carácter contundente de que el precio es inferior a la capacidad de generación real que - efectivo de la empresa.

#### 5.2.1. MECANICA PARA EVALUAR UN PROYECTO DE ADQUISICION

##### Información de Mercado y Productos.

Consiste en evaluar datos sobre la participación que tiene la empresa en el mercado comercial por línea de producto, - determinar las ventajas competitivas del producto en base a - su competencia y la situación de sus patentes y marcas.



### Información Financiera.

Consiste en analizar los estados financieros auditados - de cuando menos los últimos tres ejercicios, analizar los estados financieros proforma y los avalúos de activos fijos más recientes así como las declaraciones anuales de impuestos. Finalmente elaborar los flujos de efectivo futuros a corto, mediano y largo plazo.

### Información Legal.

Será necesaria la determinación por medio de asesoría notarial la situación de las escrituras constitutivas y sus modificaciones, así como por medio de asesoría laboral, los contratos colectivos y tecnológicos.

### Organización.

Este concepto se refiere al estudio del organigrama funcional y estructural de la empresa, curriculum de la mesa directiva y su historia sindical.

### Planta, Equipo y Tecnología.

Este aspecto considerado como uno de los principales a evaluar por tratarse del sector operativo de la empresa, está conformado por el análisis de la capacidad instalada, niveles de eficiencia y productividad así como la evaluación dentro del área productiva de la tecnología tanto nacional como extranjera.

### 5.3. MEXICANIZACION

Este tipo de financiamiento, no muy comun en la época actual, consiste en lograr que una empresa con capital extranjero en su mayoría, pase a ser propiedad de mexicanos en un porcentaje mayor al 50%.

#### 5.3.1. FACTORES DETERMINANTES DE UN PROYECTO DE MEXICANIZACION

Es necesario para llegar a esta decisión determinar el valor real de la empresa que se calcula por la interacción de varios tipos de factores como son: humanos (calidad de administración, relaciones laborales, eficiencia y efectividad humana, etc.), materiales (instalaciones, capacidad, calidad de los productos, etc.), financieros (costos, liquidez, utilidades, rentabilidad, flujos de efectivo, apalancamiento, etc.), ambientales (imagen de la empresa, clima laboral, legislaciones, competencia, entorno económico, etc.), tecnológicos (sistemas de producción, de distribución, de información, patentes, marcas, etc.).

#### 5.3.2. BENEFICIOS POR LO QUE ES CONVENIENTE LLEVAR A CABO UNA MEXICANIZACION

- Ampliación en la cobertura de mercados.
- Disminución de costos corporativos.
- Incremento de la rentabilidad del negocio.
- Aprovechamiento de estímulos fiscales.

## 5.4. EMISION DE PAGARES A TASA FLOTANTE

Es una forma de financiamiento a largo plazo que consiste en emitir pagarés con tasas de interés flotantes.

Cabe mencionar que por inestabilidad en nuestra moneda, - ante otras monedas de características más sólidas este tipo - de financiamiento no es muy utilizado por empresas nacionales ya que éste sólo funciona a través de dólares, libras esterlinas, marcos alemanes, etc.

### Características Principales del Emisor:

Deben ser corporaciones con mucha solidez, los fondos adquiridos por medio de la emisión de estos pagarés, deberán -- ser destinados a adquisiciones de activos fijos y, finalmente, las garantías de estos pagarés deberán ser los mismos activos fijos.

#### 5.4.1. CARACTERISTICAS DEL PAGARE

Valor nominal de mil o múltiplo en dólares o monedas europeas, plazo superior a un año, tasa de interés base, libor a tres meses con una sobre tasa dependiendo del mercado, revisión de la tasa bimestral, amortización por series emitidas y al vencimiento, y finalmente los inversionistas son de carácter institucional.

#### 5.4.2. MECANICA DE COLOCACION

- Decisión por parte de la empresa de utilizar esta - - fuente de financiamiento habiendo cumplido con las ca racterísticas anteriores.
- Solicitud de permiso a las autoridades pertinentes.
- Contratación de un intermediario, como puede ser una casa de bolsa que realizará un estudio técnico del - plazo, monto, mercado, etc.
- Presentación y análisis del proyecto por medio de los directivos de la empresa.
- Formalización del acuerdo y realización de la oferta pública.

Asimismo se deberán de evaluar los siguientes aspectos:

- a) Tendencias futuras de las tasas de interés de la emi sión.
- b) Efectos de la emisión sobre utilidades, flujos de - - efectivo y costo de capital.
- c) Costos de la cobertura de riesgos financieros.
- d) Aspecto fiscal relativo a impuestos y retenciones.

Los conceptos principales que pueden ocasionar incremen tos e incluso decrementos en el costo de capital de la empre sa son:

- Intereses pagados
- Coberturas cambiarias
- Estudios de factibilidad
- Comisión a intermediarios
- Gastos de promoción y colocación

#### 5.4.3. VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE LA EMISION DE PAGARES A TASA FLOTANTE

##### Ventajas:

- Posibilidad de financiar los activos de la empresa -- que implican erogaciones principales.
- Disminución del costo de capital si se logra colocar la emisión a tasas bajas del mercado.

##### Desventajas:

- Riesgos de fluctuaciones en los cambios de moneda.
- Riesgos de altos incrementos en las tasas de interés.

## 5.5. CREDITO SINDICALIZADO COMO FUENTE DE FINANCIAMIENTO

Este tipo de financiamiento consiste en un préstamo otorgado a una empresa por un grupo de bancos o instituciones financieras, las cuales se unen y forman un sindicato por la cuantía del préstamo y elijen un representante de ellos ante la empresa.

Sus características principales son:

- la tasa de interés es flotante con periodos de revisión de uno a seis meses tomando como tasas de referencia a la tasa Libor y la tasa Prime.
- los plazos de amortización del capital tienen como mínimo 5 años.
- la prima que se fija sobre la tasa de interés depende de la calidad del cliente.
- la moneda más utilizada en estas transacciones es el dólar.
- los costos adicionales en que se incurre son principalmente los de cobertura monetaria y contra alza de tasas de interés.

Este tipo de financiamiento permite la obtención de montos sumamente elevados, con costos financieros que por lo general son inferiores al existente en el mercado, sin embargo los costos por concepto de riesgos devaluatorios en los que -

se incurre para protegerse resultan significativos.

Los factores claves a evaluar serán, costo de capital, flujos de efectivo, tasa de interés, paridades y coberturas cambiarias y de tasa de interés.

Un crédito Sindicalizado en moneda extranjera debe ser considerado a fondo, analizando los factores internos y externos de la economía del país, ya que este tipo de financiamiento es riesgoso cuando la inflación mexicana aumenta, el déficit norteamericano disminuye y su inflación baja por lo que -- provoca que las tasas en dólares disminuyan. Lo anterior -- trae como consecuencia una baja en los precios del petróleo -- que trae consigo una disminución en la cotización del peso y al bajar México sus exportaciones en el petróleo, esto sin duda pone al país en una situación desfavorable.

## 5.6. EMISION DE PAPEL COMERCIAL

El papel comercial es un instrumento de financiamiento a corto plazo emitido por las empresas y una fuente de inversión para las personas físicas o morales que deseen adquirirla.

Las Características Principales de esta fuente de Financiamiento.

1. Las instituciones autorizadas para realizar operaciones de compra-venta de papel comercial, son las casa de bolsa.
2. La cotización de estos tipos se realiza a tasa de -- descuento.
3. El emisor y la casa de bolsa, fijan la tasa de interés de descuento.
4. Deberá formalizarse la colocación de este tipo de - papel mediante un contrato, celebrado entre el emisor y la ca sa de bolsa correspondiente.
5. El responsable de la colocación primaria de los títu los, así como un depósito en INDEVAL (Instituto para el Depósito de Valores), señalando nombres e importes que deben acred itarse, será la casa de bolsa.
6. El papel comercial está representado por pagarés, -- que deberán ser expedidos señalando como beneficiaria a la ca sa de bolsa que realizó la colocación.



7. El valor nominal de pagaré será de \$100,000.00.
8. El plazo máximo de vencimiento será de 91 días.
9. Se autoriza la emisión de pagarés, limitando el importe máximo para cada empresa.
10. La autorización que se otorga tendrá una duración de un año, pudiéndose renovar pero también revocar antes de su utilización total o parcial, si la emisora incumple cualquier obligación derivada de la inscripción de sus valores en el registro nacional.
11. El emisor puede efectuar emisiones parciales, mientras esté vigente la autorización.
12. Obtenida la autorización se inscribirá la emisión en el registro nacional de valores e intermediarios y el monto de las emisiones, no podrá utilizarse para el pago de pasivos en divisas extranjeras.

#### 5.6.1. REQUISITOS NECESARIOS PARA SU AUTORIZACION

La empresa deberá tener una mayoría de capital mexicano, teniendo que hacer una solicitud a la Comisión Nacional de Valores (CONAVAL) presentando una copia certificada de las personas autorizadas para suscribir pagarés, asimismo deberá presentar estado de resultado, balance general y flujo de efectivo, proyecto relativo al destino de los recursos derivados de la emisión y líneas de crédito otorgadas.

Por su parte la casa de bolsa deberá elaborar un contrato de colocación de la emisora con la casa de bolsa, publicidad para su colocación, importe de la emisión especificando número y valor nominal de los pagarés, su tasa de descuento, términos para pago de capital, plazos, condiciones, lugar de pago, etc.

#### Información Necesaria para el Estudio de una Emisión.

Para poder realizar un estudio técnico de emisión de papel comercial se deberán recabar los siguientes puntos:

##### 1) Características Generales:

Esto se refiere a una descripción de la empresa, sus actividades, su relación con otras empresas, localización física de sus medios comerciales y productivos y finalmente la forma en que está integrado el capital social de la empresa.

##### 2) Productos:

Este se refiere a una descripción de lo que actualmente se fabrica y de los proyectos de fabricación a futuro, marcas comerciales en uso y sus características, productos de la competencia y productos sustitutos.

##### 3) Proceso:

Se refiere a la descripción del proceso de fabricación - capacidad real de la planta, proveedores, tecnología, monto de las inversiones, materias primas utilizadas y métodos y sistemas.

4) Mercado:

Se refiere a tres tipos de información; mercado actual, mercado potencial y competencia.

5) Comercialización:

Este abarca básicamente la distribución, publicidad, promoción y políticas comerciales.

6) Situación Financiera:

Desde el punto de vista financiero la información requerida estará basada en: estados financieros con 5 años de historia, estado de costo financiero, pasivos bancarios a largo plazo, proyecciones financieras futuras.

7) Organización y Administración:

Compuesta únicamente de su política salarial, su estructura, la forma en que es dirigida y está organizada la empresa, su escritura constitutiva, poderes notariales para suscripción de créditos y oficios gubernamentales, así como su situación legal y fiscal (exenciones fiscales y su duración).

8) Medio Ambiente:

Se refiere a las influencias externas que actúan en la operación de la empresa de carácter político, económico y social.

### Factores Claves a Considerar.

- 1) Tendencia de las tasas de interés.
- 2) Aceptación de la emisión en el Mercado.

### Determinación del Costo de Papel Comercial.

Los costos de la emisión de papel comercial están representados por la tasa de rendimiento que se paga al comprador del título y por las cuotas y gastos siguientes:

- Cuota o comisión de valores .5% al millar
- Cuota a la bolsa Mexicana de Valores
- Cuota al Indeval
- Comisión al agente colocador
- Otros gastos (anuncios, información, etc.)

### 5.6.2. CALCULO DEL COSTO DE EMISION

#### Ejemplo:

monto a emitir:	\$ 1000,000,000
plazo:	30 días
interés:	2 puntos arriba de la tasa de cetes
cetes:	65%
intereses pagados:	67% anual = \$5,833,333 mensua
cuota a la Conaval al .5% al millar:	\$500,000
cuota a la Bolsa Mexicana de Valores:	\$250,000
cuota al Indeval:	\$500,000
Comisión de la casa de bolsa:	\$10,000,000
otros gastos:	\$2,000,000

Determinación del costo de emisión:

$$\text{Tasa nominal} = 2\% + 65\% = 67\%$$

$$\text{Tasa efectiva} = \frac{\text{intereses} + \text{costos adicionales}}{\text{monto disponible}}$$

$$\frac{69,083,333}{930,916,667} = 69.08\%$$

$$\text{COSTO DE LA EMISION} = 69.08\%$$

PAPEL COMERCIAL EXTRABURSÁTIL.

Entre las opciones de financiamiento para las empresas - se tiene el llamado papel comercial extrabursátil, el cual ha tenido un acelerado crecimiento a pesar de tener apenas 10 - meses de haberse aprobado por las autoridades que regulan a la actividad bursátil. Basta mencionar que de acuerdo con -- los datos de la Asociación Mexicana de Casas de Bolsa la circulación total alcanza, hasta los primeros días de noviembre de 1985, los 32,000,000,000 pesos. Cálculos no oficiales estiman que el total del papel comercial extrabursátil y de -- "fuera de bolsa" fluctúe en torno a los 150,000,000,000 pesos. Si bien su circulación es pequeña como proporción respecto a los 3.2 billones de pesos de circulación de cetes, a los -- 8556 millones de pesos de papel comercial bursátil y a los -- 251,192 millones de pesos de circulación total de aceptacio-- nes bancarias. (periódico "el financiero" jue.21/nov./85).

Este instrumento extrabursátil tiene gran capacidad de desarrollo considerando:

- 1) Las restricciones del crédito bancario derivado del elevado encaje legal.
- 2) El alto costo real de crédito bancario, considerando reciprocidades e intereses por adelantado.
- 3) Muchas veces limitado a ciertas áreas prioritarias el crédito preferencial barato.
- 4) La emisión de aceptaciones bancarias está limitada a cajones especiales para cada institución bancaria, según su capital contable. De tal forma que los bancos están siendo selectivos en dar su aceptación para emitir sus aceptaciones bancarias, por las restricciones de liquidez que la captación bancaria y las reservas legales bancarias les imponen.

### 5.6.3. TIPOS DE PAPEL COMERCIAL

En general, el papel comercial es un título de crédito documentado en un pagaré y emitido por las sociedades mercantiles con la finalidad de allegarse recursos financieros en un plazo de un año.

Se distinguen tres tipos de papel comercial:

El bursátil

El extrabursátil

El fuera de bolsa

El papel comercial bursátil lo emiten empresas registradas en bolsa y están inscritas en el registro nacional de valores e intermediarios.

El papel comercial extrabursátil lo emiten empresas institucionales y utilizan a las casas de bolsa como intermediarios entre el oferente y el demandante del crédito.

El papel comercial fuera de bolsa aunque es sinónimo del término extra bursátil, es el mercado que realizan los tesoreros de las grandes empresas.

La distinción fundamental entre el extrabursátil y el -- fuera de bolsa es que el primero utiliza por lo general la garantía de una institución financiera del país como lo sería una carta de crédito. Por otra parte el fuera de bolsa se ci<sup>u</sup>menta en la confianza entre tesoreros (títulos quirográforos) o en una carta de crédito emitida por un banco extranjero -- (stand by).

Si bien las casas de bolsa sólo pueden operar el bursátil y el extrabursátil, en el caso del papel comercial fuera de bolsa algunas casas de bolsa colaboran marginalmente al conectar a ambas partes aprovechando sus relaciones.

El papel extrabursátil surge básicamente por la falta de liquidez del sistema bancario, de tal forma que permite aprovechar la función de las casas de bolsa como intermediarios - financieros no bancarios, por, ello:

1. El préstamo entre personas morales se oficializa -- con la presencia de una casa de bolsa.

2. Se evitan las fricciones y posibles malos entendidos entre directores financieros.

3. Las casas de bolsa vigilan y asesoran dichas operaciones.

4. Se amplía el horizonte entre oferentes y demandantes de crédito al no limitarse al flujo de efectivo de tres a -- cuatro tesoreros, de manera que es otra opción de financiamiento privado.

Los requisitos para emitir papel extrabursátil en términos generales consideran que la empresa emisora sea institucional, en el sentido de su solvencia, seriedad, garantías y capacidad de negociación.

No hay un monto mínimo para realizar una emisión de papel comercial extrabursátil sin embargo, los montos de colocación han oscilado entre los cien y los dos mil millones de pesos.

Por lo tanto, el oferente de recursos tiene que ser una persona moral que pueda trasladar el impuesto al valor agregado (IVA), por lo que no puede ser persona física ni una holding, ya que no pueden trasladar el iva.

Los plazos más comunes son de treinta y noventa días pero sin embargo se han dado operaciones a plazos más cortos --



los cuales han sido posibles gracias a la experiencia entre - empresas y casas de bolsa asesoras.

Es importante mencionar que las casas de bolsa no pueden tomar una operación de financiamiento privado por cuenta propia, por lo que sólo vinculan y asesoran al oferente y al demandante.

#### 5.6.4. COSTO DEL PAPEL COMERCIAL EXTRABURSÁTIL

Por la labor de relacionar la oferta con la demanda, la casa de bolsa reciben una comisión que fluctúa entre 1.5% y el 2% del monto de la emisión, según la situación del mercado, los trámites y el monto de la operación, entre otros factores.

Para la empresa emisora, además de cubrir la comisión de la casa de bolsa, el costo financiero de la operación se calcula agregando una sobretasa respecto de la tasa de rendimiento de Cetes a 28 ó 91 días, según el plazo de la emisión. Al principio de este año, esta sobretasa andaba por los 2 puntos. Este mes (Noviembre del 85) está en los 7 puntos sobre la tasa de Cetes, lo que significa que si se desea colocar -- 100 millones de pesos en papel comercial extrabursátil a 91 días, el costo financiero de la operación andaría en el 74% anual (65% Cetes a 91 días + 7% de sobretasa + 2% de la comisión de la casa de bolsa).

Los trámites para colocar papel comercial extrabursátil son los siguientes:

- 1) Se vincula la oferta con la demanda.
- 2) Se dan las características de la operación.
  - plazo
  - fecha de valor y de vencimiento
  - monto
  - garantía
  - intereses mensuales a vencimiento o a descuento

3) Se cierra la operación (se considera cierre a la aceptación de los términos de la operación por ambas partes.

- 4) Se presenta la documentación.
  - legal: poderes, escritura constitutiva
  - pagaré
  - garantía (carta de crédito, stand by, etc.)

5) Intercambio de efectivo por pagare.

El papel extrabursátil es una fuerte y eficiente opción de financiamiento para la empresa que los emite. Por otro lado el que toma la operación se hace de un atractivo financiamiento que le paga una tasa superior a la de los Cetes. Sin embargo, sus limitaciones es que no hay mercado secundario o sea, la operación se respeta entre los dos participantes hasta el plazo fijado.

Si bien, el mercado del papel comercial extrabursátil -  
tiene poco tiempo, detrás de el existe un gran potencial de -  
desarrollo, dada la carencia de liquidez bancaria que se vis-  
lumbra para el año venidero.

## 5.7. EMISION DE ACCIONES COMO FUENTE DE FINANCIAMIENTO

La emisión de acciones es una fuente de financiamiento interna ya que se refiere a la venta parcial del capital de la empresa.

Así, la emisión de acciones se puede clasificar de dos maneras distintas dependiendo de como se coloquen:

1) Colocación Primaria: Se refiere a cuando se aumenta el capital social de la empresa.

2) Colocación Secundaria: Se refiere a cuando el producto de la emisión, no ingresa a la empresa sino que es de algún accionista.

Actualmente existen varias formas de efectuar una colocación pública de acciones y son las siguientes:

### Emisión Negociada.

Se efectúa a través de un intermediario (casa de bolsa) que compra los valores a la empresa, proporcionando el capital requerido. Una vez realizado lo anterior, integra un sin dicato de colocadores, realiza la venta de valores entre el público y apoya el valor emitido.

La ventaja de esta forma de colocación es que la casa de bolsa asume el riesgo de no vender la totalidad de los valores.

### Emisión Competitiva.

La emisora invita a los intermediarios a participar en la colocación recibiendo sus propuestas, se selecciona al que proponga las mejores condiciones de precio y apoya a la acción.

### Emisión a Comisión.

Consiste en pagar una comisión a la casa de bolsa por el importe total de las acciones colocadas, en este caso el intermediario sólo se compromete a realizar el mayor esfuerzo en la colocación, sin responsabilizarse en colocar el total de la emisión ni dar a la empresa una cantidad determinada. Este tipo de colocación es muy común cuando las condiciones de venta no son las ideales, implica cierto grado de riesgo.

### Venta Directa.

Consiste en vender los valores directamente al público por la empresa emisora ahorrándose los costos de comisión.

#### 5.7.1. EL COSTO DE UNA EMISION

El Costo de emitir acciones de una empresa que ha decidido utilizar esta fuente de financiamiento, está formado por:

- tasa de rendimiento exigida por los nuevos accionistas
- comisión pagada a colocadores

- cuotas pagadas a: Conaval, Indeval, Bolsa Mexicana de Valores
- estudio técnico de factibilidad
- gastos de impresión de los títulos y de promoción y publicidad de la emisión

### 5.7.2. VENTAJAS Y DESVENTAJAS

Los beneficios de la emisión de acciones como fuente de financiamiento son que aparte de ser un método más para financiarse, trae el aprovechamiento de ciertos estímulos fiscales y un costo menor de capital que otras fuentes. La desventaja es que se diluye el control sobre la administración de la empresa.

### 5.7.3. REQUISITOS PARA LA EMISION DE ACCIONES

- la empresa deberá tener mayoría de capital mexicano.
- permiso de la Conaval
- acreditar solvencia, liquidez y rentabilidad
- proporcionar información periódica a la Conaval y a la BMV sobre estados financieros, relación de inversiones, informe sobre número de trabajadores, costo de los trabajadores y de sus empleados, huelgas, quiebra, suspensión de pagos, pérdida de la cuarta parte del capital social o más

Dentro de los 20 días siguientes a la terminación de cada trimestre deben enviar la información:

Estados financieros

Costos en libros, equipos, pasivos, bases de consolidación

Composición del capital contable

Métodos de valuación de las inversiones en asociadas

#### 5.7.4. FACTORES A EVALUAR

Para una emisión de acciones existen varios factores que son claves para su valuación y son:

##### 1) Monto de la emisión.

Se determina por la necesidad financiera de la empresa, considerando la capacidad de abastecimiento del mercado, la composición de la estructura financiera de la empresa y el grado de dilución pública del capital de la empresa.

##### 2) Precio de Colocación.

Para poder fijar el precio de venta por acción se consideran varios factores:

- resultados de los últimos 5 ejercicios.
- participación de la empresa en el mercado
- mercado de los productos de la empresa

- perspectiva de los resultados en el corto, mediano y-largo plazo
- eficiencia operativa
- multiplo precio/utilidad de empresas similares cotizadas en bolsa

Ejemplo:

Nombre de la empresa: Lintek, S.A.  
 Actividad: Tiendas de ropa  
 Ejercicio fiscal: Enero-Diciembre  
 Capital social: \$100,000,000  
 # acciones en circulación: 10,000,000

Resultados de sus últimos 5 ejercicios:

ejercicio	ventas*	incremento	utilidad*	crecimiento
1980	400	--	100	--
1981	600	50%	130	30%
1982	1080	80%	221	70%
1983	2052	90%	431	95%
1984	4514	120%	1012	135%

\*millones de pesos

La evolución de los resultados de la empresa muestra un crecimiento promedio anual en las ventas del 68% y 66% en las utilidades, para evaluar la efectividad de los índices de cre



cimiento anteriores se considera una tasa de inflación promedio anual de 30%, un crecimiento real logrado por la empresa en los últimos ejercicios en las ventas y utilidades, la proyección para los próximos 5 años en ventas y utilidades en base a los planes de expansión, los territorios de mercado, el poder adquisitivo del consumidor, los productos de la empresa y las regulaciones oficiales, la participación de la empresa en el mercado y sus competidores, el uso de sus recursos humanos, tecnológicos, materiales y financieros.

**Proyección a corto y mediano plazo.**

Los resultados presupuestados son los siguientes:

Año	Ventas	crecimiento	Utilidades	Crecimiento
1985	10833	140%	2631	160%
1986	27625	155%	6973	165%
1987	66300	140%	17780	155%
1988	96135	145%	46228	160%
1989	240337	150%	121581	163%

**Bases consideradas:**

- tasa de inflación promedio anual: 60%
- incremento promedio anual de ventas: 146%
- incremento promedio anual en utilidades: 161%

**Mercado de los productos de la empresa:**

El mercado de consumidores de los productos de la empre-

sa está integrado por personas de clase alta y media alta de las ciudades de Monterrey, México y Guadalajara, sus características son: altos ingresos, alto consumo y aceptación en -- cambios de precio.

La participación en el mercado es:

	México	Monterrey	Guadalajara
empresa	35%	42%	64%
competidor A	12%	21%	--
competidor B	7%	--	--
competidor C	19%	37%	26%
competidor D	<u>27%</u>	<u>--</u>	<u>10%</u>
	100%	100%	100%

Eficiencia operativa de la empresa.

Para poder medir este punto, se considera el crecimiento en los rubros de ventas, ventas de la competencia, utilidades, utilidades de la competencia, devoluciones sobre ventas de -- clientes, índice de rotación de personal, sueldo promedio individual de la empresa así como de la competencia.

### 3) El Multiplo Precio/Utilidad.

Para evaluar el multiplo de precio sobre utilidad a que venderán las acciones de la empresa se debe considerar:

- mercado en general
- sector industrial al que pertenece la empresa

Por lo tanto éste quedará de la siguiente manera:

Multiplo general del mercado	3 veces
Promedio ponderado del sector	3.5 veces
Empresas similares	
Emisora X	3.9 veces
Emisora Y	3.3 veces
Emisora Z	3.6 veces
Emisora W	3.4 veces

4) El Costo de Capital.

antes de la emisión.

Concepto	Monto	Proporción	Costo Individual	Costo Ponderado
Deuda	1,000	14.28%	45%	6.42%
Aportación	4,000	54.14%	55%	31.43%
Utilidades	<u>2,000</u>	<u>28.58%</u>	58%	<u>16.57%</u>
	7,000	100%		54.42%

Se considera como base el multiplo del sector:

Utilidad por acción de "LINTEK, S.A."	= 115.00
Multiplo del sector	= 3.5 veces
Precio por acción $3.5 \times 115$	= 402.50

Si se considera que la emisora X se cotiza a un multiplo de 3.9 veces y LINTEK ofrece:

Mejores resultados actuales  
 Mejores perspectivas de resultados  
 Mayor participación en el mercado  
 Mayor eficiencia operativa

Entonces el precio por acción bien puede ser:

Utilidad por acción de "LINTEK, S.A." = 115.00  
 Multiplo ponderado = 4.5 veces  
 Precio por acción 4.5 x 115 = 517.50

Con una emisión de tres mil millones de pesos.

Concepto	Monto	Proporción	Costo Individual	Costo Ponderado
Deuda	500	5.88%	45%	2.64%
Aportación	7,000	82.35%	55%	45.29%
Utilidades	<u>1,000</u>	<u>11.76%</u>	58%	<u>6.82%</u>
	8,500	100%		54.75%

Emitiendo mil millones en acciones y la diferencia con -  
 deuda a costo neto de 47%.

Concepto	Monto	Proporción	Costo Individual	Costo Ponderado
Deuda Original	500	5.88%	45%	2.64%
Deuda Adicional	2,000	23.52%	*47%	11.05%
Aportación	5,000	58.82%	55%	32.35%
Utilidades	<u>1,000</u>	<u>11.76%</u>	58%	<u>6.82%</u>
	8,500	100%		52.86%

\* Tasa real: 94%

Costo neto por reducción de impuestos: 47.04%

Obsérvese como la Estructura Financiera que proporciona un menor costo de capital, es aquella que combina la venta de acciones con la contratación de deuda.

#### 5) Las Tasas de Interés.

Los efectos que traen las tasas de interés cuando tienden a subir es que hacen que los precios de las acciones disminuya, los mercados accionarios se muestra poco receptivos a nuevas colocaciones y la venta de acciones resulta más costosa, ya que se vende una mayor proporción del capital para captar un monto determinado, en caso contrario, se comportan al revés.

Por lo anterior, cualquier proyecto de emisión deberá contemplar la tendencia futura de las tasas de interés con el fin de llevar a cabo la emisión accionaria en períodos en que éstas no se encuentren en sus niveles más altos.

#### 6) El Precio/Utilidad del Mercado

Este punto es de máxima importancia para evaluar un proyecto de esta naturaleza, ya que nos indica los precios que se están pagando en el mercado secundario. El múltiplo se da al dividir el precio de la acción entre la utilidad por acción. Esto nos representará el número de veces que se está pagando las utilidades de la empresa.

Existen varios tipos de múltiplo:

- Conocido: Considera las utilidades correspondientes a los últimos ejercicios.
- Estimado: Considera la utilidad esperada para fin de ejercicio.
- Sectorial: Es el promedio ponderado de un grupo de empresas similares.
- General: Es el promedio ponderado de todas las acciones del mercado.

El múltiplo se verá afectado negativamente si es que las tasas de interés decremantan y las utilidades aumentan. En caso contrario se verá afectado positivamente, esta información nos servirá para poder fijar el precio de la acción.

Ejemplo:

Empresa:	Cía. Mexicana Tex, S.A.
Sector:	textil
Utilidad anual:	\$300,000,000
Número de acciones:	10,000,000
Utilidad por acción:	\$30.00
Múltiplo ponderado del sector:	3 veces
Cálculo del precio:	utilidad por acción \$30.00
	múltiplo del sector 3 veces
	precio por acción \$90.00

Para conocer la parte del capital por vender:

ejemplo:

Si se quiere captar a través de una emisión de acciones-400 millones de pesos cuantas acciones se venderán al público y que proporción del capital social representa?

Empresa:	Grupo Gin
Sector:	Químico
Capital Social:	\$1000,000,000
Monto requerido:	\$400,000,000
Valor nominal de las acciones:	\$100
Número de acciones en circul.:	10,000,000
Utilidad anual:	\$400,000,000
Utilidad por acción:	\$40
Multiplo del sector:	2 veces
Precio por acción:	\$80
Acciones emitidas:	\$5,000,000
$\frac{\text{Monto del financiamiento}}{\text{Precio por acción}} = \frac{400,000,000}{80} = 5,000,000$	

Proporción del capital social 50%

- Para comprar el valor de mercado de la empresa con -  
otras similares:

En millones de pesos:

Emisora	precio de la acción	número de acciones	valor de mercado	Grupo Gin
X	\$15	40	\$ 600	+200
Y	\$48	50	\$2400	-1600
Z	\$25	110	\$2750	<u>-1950</u>
Grupo Gin	\$80	10	\$ 800	

El Múltiplo considerado:

Generalmente el múltiplo considerado como referencia - - cuando se va a realizar una emisión de acciones es un múltiplo ponderado el cual resulta de considerar:

- múltiplo conocido general del mercado
- múltiplo conocido del sector
- múltiplo individual de empresas similares

Preferentemente se consideran múltiplos conocidos por - el grado de incertidumbre que llevan los múltiplos estimados.

7) Periodo de emisión.

Resulta un mejor momento para emitir acciones cuando los múltiplos de mercado se encuentran elevados ya que de esa manera se obtiene mejores precios de venta del capital emitido. Para poder lograr los mejores precios de venta del capital -- emitido, es favorable recurrir a la emisión tomando en cuenta factores macroeconómicos como lo son las tasas de interés, el producto nacional bruto, etc.



#### 5.7.5. EL PROSPECTO DE LA EMISION

Es un documento que proporciona información analítica sobre la empresa emisora para el sector inversionista que tenga interés en la oferta y así poder evaluar el prospecto. El documento presenta los datos siguientes:

- tipo de oferta
- objetivos de la colocación
- posibles adquirientes
- monto de la oferta
- precio de colocación
- número de acciones ofrecidas
- valor nominal de la acción
- clases de acciones
- serie
- cupón vigente
- porcentaje del capital social
- plazo de la oferta
- colocadores
- antecedentes de la empresa
- estructura corporativa de la empresa
- miembros del consejo de administración
- consumidoras de los productos de la empresa
- participación en el mercado
- penetración esperada
- materias utilizadas

- tecnología aplicada
- estados financieros
- capital contable
- indicadores financieros
- política de dividendos
- programa de inversiones

ejemplo:

Nombre de la emisora. TELSA

Actividad. Producción y distribución de telas.

Objetivos de la colocación. Captar recursos para financiar el programa de expansión de la empresa.

Diversificar las fuentes de financiamiento.

Aumentar la proporción de acciones en poder del público

Posibles Adquirientes. Personas físicas y personas morales de nacionalidad mexicana.

Monto de la oferta. \$ 550,000,000.00

Precio de colocación. \$150.00

Número de acciones. 3,666,666

Valor nominal. \$10.00

Serie. "A"

Cupón vigente. Cupón 8 y siguiente.

% de capital ofrecido. 20%

Plazo de la oferta.

No. de acciones máxima por adquirente. 33,333  
 Colocadores. Casa de Bolsa "Estrategia Bursátil"  
 Antecedentes de la Empresa. Historia  
 Estructura Coporativa. Organigrama  
 Consejo de Administración. Sus integrantes  
 Consumidores. Tres tipos. A, AA, AAA.  
 Participación en el mercado.

Fibras	Telas	Terciopelos
43%	38%	6.5%

Penetración esperada.

	Año 1	Año 2	Año 3
Fibras	45%	40%	52%
Telas	40%	43%	50%
Terciopelos	7%	8.3%	9%

Materia prima. Nacional  
 Tecnología. Alemana

Política de dividendos. Otorgar dividendos en acciones de tal manera que la estructura de la empresa no se vea comprometida.

Proyecto principal. Ampliación de la capacidad instalada en un 30%.

Programa de inversiones corto plazo. El proyecto de ampliación requerida mil doscientos millones de pesos, los cua-

les se financiarán con venta de acciones al público el 66%, -  
y el resto a través de créditos bancarios en moneda nacional.

Composición del capital contable de la empresa.

*millones de pesos	Capital social	2,700	62%
	Reserva Legal	300	7%
	Superávit	450	10%
	Ut. x aplicar	250	6%
	Utilidad ejerc. ant.	390	9%
	Utilidad ejercicio	<u>240</u>	<u>6%</u>
		4,330	100%

Indicadores financieros.

Activo circulante/pasivo circulante	= 1.4
Activo fijo/ventas	= 17%
Capital contable total	= 44%
Capital contable/pasivo total	= 43%
Utilidad neta/Capital contable	= 33%
Utilidad neta/Ventas netas	= 12%

## 5.8. EMISION DE ACEPTACIONES COMO FUENTE DE FINANCIAMIENTO

Las aceptaciones bancarias son letras de cambio emitidas por empresas medianas y pequeñas a su propia orden y aceptadas por instituciones de banca múltiple, en base a créditos que éstas conceden a aquéllas. Estos instrumentos otorgan -- rendimientos a tasas preestablecidas, al portador, desde su -- emisión.

Las aceptaciones bancarias son emitidas por un valor nominal de \$100,000 pesos y su plazo de amortización es de 91 días.

### 5.8.1. MECANICA DE COLOCACION

El precio de colocación de cada emisión es variable y se fija para cada emisión, tomando como base la tasa de descuento de los certificados de la tesorería equivalentes en plazo a las letras que se estén colocando.

El pago de las letras se efectúa por conducto del instituto para el Depósito de valores, el día de vencimiento de la emisión, para lo cual el acreditado deberá proveer de fondos a la institución de crédito para que ésta efectúe el pago correspondiente.

Aunque el plazo de apertura de un crédito es por un año, los plazos de las letras pueden ser hasta de múltiplos de 7 -

días de acuerdo a la ley general de instituciones de crédito y organizaciones auxiliares. Si una institución de crédito coloca directamente sus aceptaciones entre su clientela, no está permitido que recompre, por tal razón, realiza la colocación en un mercado secundario por conducto de una casa de bolsa.

Para determinar el momento oportuno para la emisión de aceptaciones bancarias, se debe considerar como factor básico las tasas de interés que prevalecen en ese momento así como su tendencia para que de esa manera se pueda disminuir sus costos de financiamiento.

**Ejemplo:**

**Perspectivas de las  
tasas de interés**

1 mes	58%
2 meses	58,5%
3 meses	59%
4 meses	61%
5 meses	62%
6 meses	64%

En este caso la decisión más acertada para la emisión de acciones sería emitirlas a 1 mes por la tendencia alcista.

## 5.8.2. LOS COSTOS DE EMISION DE ACEPTACIONES

Estos están representados por:

- los intereses pagados
- gastos de estudio técnico, publicitarios, etc.
- comisiones

Ventajas de la emisión de aceptaciones bancarias.

- 1) Es una fuente alternativa de financiamiento a corto-plazo.
- 2) A pesar de ser una línea de crédito contratada, no se paga comisión de apertura.
- 3) Existe la seguridad de que la empresa contará con los recursos en el momento que los requiera, ya que se establece un contrato de toma en firme entre la empresa emisora y el aceptante.
- 4) El costo financiero de las aceptaciones bancarias para las empresas emisoras puede ser sumamente atractivo si se compara con el crédito bancario directo en pesos (alrededor de 8 puntos abajo).

## 5.9. EMISION DE OBLIGACIONES COMO FUENTE DE FINANCIAMIENTO

Una obligación es un título de crédito que representa -- una parte proporcional de un crédito colectivo. Estos títulos contienen la promesa de pago por parte de la emisora de -- pagar a sus poseedores en los plazos preestablecidos una determinada cantidad por concepto de intereses, los cuales son calculados sobre el monto del capital señalado y de restituir ese monto mediante amortizaciones convenidas.

Las obligaciones son fracciones de la deuda de la emisora, pudiendo éstas ser suscritas por un titular distinto. Cada uno de estos suscriptores y obligacionistas se convierte -- en acreedores de la empresa.

Las obligaciones representan una obligación contractual de la emisora, por esto, el pago de intereses y la amortización de la deuda en los planes acordados, son obligaciones legales, si la empresa se declara insolvente, los obligacionistas tienen la prioridad para recibir los pagos correspondientes antes de que se entregue cualquier distribución a los tenedores de acciones de cualquier tipo.

### 5.9.1. TIPOS DE OBLIGACIONES

1) Obligaciones hipotecarias: Estas están garantizadas mediante bienes inmuebles, y estas garantías deben ser supe--



riores al monto del crédito, la garantía deberá estar asegurada contra toda clase de riesgos a fin de protegerla lo más posible contra imprevistos.

2) Obligaciones Quirografarias; Son aquéllas en las cuales no existe una garantía específica, ya que el deudor garantiza el cumplimiento de sus obligaciones mediante su nombre.

3) Obligaciones Convertibles; El objeto principal de estos valores, es procurar recursos a través de endeudamiento con la posibilidad futura de convertir esta deuda en capital, permitiendo capacidad de financiamiento vía deuda.

Estos son títulos de crédito que representan fracciones de la deuda contraída por la emisora. Los tenedores de estos títulos recibirán una cantidad por concepto de intereses en la forma periódica que se haga estipulado en el acta de emisión de estas obligaciones; además, podrán optar entre percibir la amortización de la deuda, o bien, convertir sus títulos en acciones comunes de la misma empresa.

#### 5.9.2. CARACTERISTICAS

- 1) Deben ser nominativas o al portador.
- 2) Tiene prioridad de pago en caso de liquidación de la empresa, ya que es una obligación.
- 3) Régimen fiscal aplicable a los intereses recibidos por el accionista:

- personas físicas: 21% sobre los primeros 12 puntos aplicados sobre la tasa de interés.
  - personas morales: acumulan los intereses.
- 4) Régimen fiscal aplicable al emisor: Los intereses se consideran como gasto deducible.
  - 5) Valor nominal: \$1000 ó \$100 pesos.
  - 6) Plazo de emisión: Superior a cinco años.
  - 7) Garantías: Depende del tipo de obligación de que se trate.
  - 8) Tasas de interés: Se pueden establecer tasas fijas o tasas flotantes.
  - 9) Representante: Se designa uno para todos los obligacionistas.
  - 10) Amortización: Pude ser parcial o al vencimiento.

### 5.9.3. REQUISITOS PARA EMITIR OBLIGACIONES

- 1) Inscripción en el Registro Nacional de Valores.
- 2) Registro de los títulos en la Bolsa Mexicana de Valores.
- 3) Autorización de la Comisión Nacional de Valores.
- 4) Presentar a la Conaval y al representante de los obligacionistas, trimestralmente los estados financieros.

## La Autorización de la Emisión.

Se obtiene mediante un dictamen emitido por Conaval conteniendo: actividad de la empresa, motivos de la inscripción en bolsa, precio de colocación de las obligaciones, intereses pagaderos a los inversionistas, liquidez, solvencia y rentabilidad de la empresa emisora y finalmente dictamen financiero de la empresa.

## Características de un Emisor de Obligaciones.

Se autorizan emisiones a empresas que tengan una situación financiera que permita esperar el pago puntual de las obligaciones.

De acuerdo con la estructura financiera del emisor, la rama en que opere, su desempeño financiero en el pasado, así como sus perspectivas, las obligaciones podrán ser: hipotecarias o quirografarias.

El plazo de las obligaciones está determinado fundamentalmente por las necesidades del emisor y por las posibilidades de colocación en el mercado.

## Factores que Afectan la Emisión de Obligaciones.

La tendencia de las tasas de interés:

Actualmente por lo general, las obligaciones se emiten a tasas de interés flotante, por tal razón se deben tomar en cuenta las tendencias de las tasas a futuro para evaluar proyectos de emisiones.

### El Momento Optimo de la Emisión:

El momento idóneo respecto al nivel de las tasas de interés, para realizar la emisión de obligaciones es cuando éstas han llegado a sus puntos más altos y la reversión de la tendencia se aproxima. Esto puede calcularse según los niveles esperados de inflación. Respecto a la relación tasa de inflación-emisión de obligaciones, se deben de evaluar dos factores:

- 1) Disminuir los costos financieros: Conviene efectuar la emisión cuando las tasas de inflación tienden a bajar.
- 2) Si se desea amortizar la emisión con dinero más barato por el efecto inflacionario sobre éste, entonces la emisión debe realizarse cuando se avecina una tendencia inflacionaria.

Todo esto depende del caso particular de cada empresa.

#### 5.9.4. EL APALANCAMIENTO FINANCIERO EN UN PROYECTO DE EMISION DE OBLIGACIONES

Este deberá ser un apalancamiento positivo, el cual se logra incrementando las utilidades.

Ejemplo:

Situación financiera de la Cía. "K" antes de la emisión de obligaciones:

En millones de pesos:

activo	\$500	pasivo	--
	<u>        </u>	capital	<u>\$500</u>
	\$500		\$500

ventas	\$1,500
costo de ventas	<u>700</u>
utilidad bruta	800
gastos de venta y administración	<u>600</u>
utilidad de operación	200
intereses	<u>--</u>
utilidad antes de impuestos	200
ISR y PTU (42% y 10%)	<u>104</u>
utilidad neta	96
utilidad por acción \$9.6	
valor nominal por acción	50
número de acciones en circulación	10,000,000

$$\text{rentabilidad del activo} = \frac{\text{utilidad de operación}}{\text{activo total}} = \frac{200}{500} = 40\%$$

Ahora, si la empresa cuenta con la siguiente estructura-financiera:

En millones de pesos:

obligaciones al 30%	\$250
capital	<u>250</u>
	\$500
ventas	\$1,500
costo de ventas	<u>700</u>
utilidad bruta	800
gastos de venta y administración	<u>600</u>
utilidad de operación	200
intereses	<u>75</u>
utilidad antes de impuestos	125
ISR y PTU	<u>65</u>
utilidad neta	60
utilidad por acción	\$12.50
rentabilidad del activo	40%
valor nominal por acción	50
número de acciones en circulación	5,000,000

Como se podrá observar, el apalancamiento financiero es positivo ya que la utilidad por acción se incrementa de \$10 - a \$12.50 porque la emisión de obligaciones tiene un costo del 30% y la rentabilidad de los recursos captados es del 40%, - lo que representa una ganancia antes de impuestos del 10% y - neta del 5%.

Por otra parte, al emitir obligaciones se tendrá que confirmar que las utilidades de la empresa emisora sean suficientes para cubrir la amortización de las obligaciones y la li-quidación de los intereses oportunamente, sin alterar la sana estructura financiera de la empresa.

**Formas en que Pueden ser Amortizadas las Obligaciones.**

**Un solo pago:** Se podrá reembolsar el capital de un solo pago y una fecha determinada.

**A través de amortizaciones programadas:** La emisora po-drá amortizar conforme a una tabla en que aparezcan las fe-chas en que será pagado cada título, sus números y las canti-dades a pagar.

**Amortización anticipada:** Es la que se realiza antes de la fecha de vencimiento de las obligaciones.

**Amortización por sorteo:** Esta se desarrolla dando un número determinado a los acreedores y este número seleccionado al azar determinará el momento del pago de estas obligaciones.

Es primordial determinar la forma en que será amortizada una emisión de obligaciones y éstas se deben de realizar cuando el nivel de las tasas de interés son inferiores a las existentes cuando se realizó la emisión original, sustituyéndose con otra emisión a un costo menor, por esta razón, las empresas se reservan el derecho de amortizar anticipadamente la emisión.

### 5.9.5. EL COSTO DE LA EMISION

Comprende los mismos puntos que otras fuentes de financiamiento como son:

- tasa de interés pagada
- comisión a colocadores
- cuota a la Conaval, B.M.V. y al Indeval
- estudio técnico
- emisión de títulos y prospectos
- servicios fiduciarios y administrativos

Ejemplificando:

#### DATOS

monto:	\$50,000,000
valor nominal:	\$ 1,000 c/u
interés:	41.77 anual
plazo:	7 años con 10 amortizaciones semestra-- les a partir del quinto semestre
otros costos:	comisión a casa de bolsa estudio técnico financiero emisión de títulos emisión de prospectos servicios fiduciarios comisión por administración (2 al millar sobre saldo insoluto) inscripción y cuota a la B.M.V.



**DETERMINACION DEL COSTO**

1) intereses	99,203,750
2) Comisión pagada a la casa de bolsa	2,500,000
3) Estudio técnico financiero	500,000
4) 2 al millar por administración	450,000
5) Emisión de títulos	375,000
6) Inscripción a la BMV	150,000
7) Emisión de prospectos	125,000
8) Apertura contrato fiduciario {2 al millar}	100,000
9) Cuota fija anual a la BMV	21,000
10) Cuota variable anual a la BMV	<u>16,800</u>
<b>COSTO TOTAL</b>	<b>103,441,550</b>

**TABLA DE AMORTIZACION SEMESTRAL**  
(EN MILES DE PESOS)

SEMESTRE	PRINCIPAL	AMORTIZACION	INTERESES 41.77%
1	50,000	--	10,442.5
2	50,000	--	10,442.5
3	50,000	--	10,442.5
4	50,000	--	10,442.5
5	50,000	5,000	10,442.5
6	45,000	5,000	9,398.2
7	40,000	5,000	8,354.0
8	35,000	5,000	7,309.7
9	30,000	5,000	6,265.5
10	25,000	5,000	5,221.2
11	20,000	5,000	4,177.0
12	15,000	5,000	3,132.7
13	10,000	5,000	2,088.5
14	5,000	<u>5,000</u>	<u>1,044.5</u>
		50,000	99,203.7

Cálculos de los costos complementarios:

SEMESTRE	PRINCIPAL	CUOTA FIJA B M V	CUOTA VARIABLE B M V	FIDUCIARIO 2 al millar
1	50,000,000	1,500	1,750	50,000
2	50,000,000	1,500	1,750	50,000
3	50,000,000	1,500	1,750	50,000
4	50,000,000	1,500	1,750	50,000
5	50,000,000	1,500	1,750	50,000
6	45,000,000	1,500	1,575	45,000
7	40,000,000	1,500	1,400	40,000
8	35,000,000	1,500	1,225	35,000
9	30,000,000	1,500	1,050	30,000
10	25,000,000	1,500	875	25,000
11	20,000,000	1,500	700	20,000
12	15,000,000	1,500	525	15,000
13	10,000,000	1,500	350	10,000
14	5,000,000	<u>1,500</u>	<u>175</u>	<u>5,000</u>
		21,000	16,800	475,000

**Cálculo del costo real.**

**Flujo inicial 46,250,000**

<b>No. Flujos</b>	<b>Semestre</b>	<b>Valor del Flujo</b>
1	1	10,495,750
2	2	10,495,750
3	3	10,495,750
4	4	10,495,750
5	5	15,495,750
6	6	14,446,325
7	7	13,396,900
8	8	12,437,475
9	9	11,298,050
10	10	10,248,625
11	11	9,199,200
12	12	8,149,775
13	13	7,100,350
14	14	6,050,925

**Costo real a valor presente de la emisión de obligacio--  
nes = 51.44818**

## 5.10. OBLIGACIONES CONVERTIBLES

Son títulos que representan una parte de la deuda total, los tenedores de convertibles recibirán una tasa de interés - periódica que se encuentra estipulada en el acta de emisión - de estas obligaciones, además podrá elegir entre conservar -- las obligaciones o bien, convertirlas en acciones comunes de la emisora. El propósito de estos valores es el de obtener - recursos a través de endeudamiento con la posibilidad futura - de convertir esta deuda en capital, permitiendo a las empre- sas una mayor capacidad de endeudamiento.

### 5.10.1. CARACTERISTICAS PRINCIPALES

valor nominal:	\$100 o múltiplo
período de la emisión:	superior a 5 años
tasa de interés base:	la tasa superior de inversión en el mercado
pago de intereses:	trimestral
revisión de la tasa:	trimestral

La amortización de las obligaciones convertibles, generalmente se realiza bajo las siguientes opciones: conversión en acciones y pagos anuales a valor nominal.

La conversión:

- La empresa especifica las fechas de conversión

- Los tenedores de acciones convertibles reciben acciones comunes por el valor nominal de las obligaciones convertibles.
- El descuento de la conversión lo señala la emisora y rige respecto a la cotización promedio de la acción en bolsa durante un período.
- La emisión fija los montos máximos a convertir de obligaciones en acciones.

#### 5.10.2. EVALUACION DE ACCIONES CONVERTIBLES

El precio de conversión es un punto de máxima importancia en este instrumento, si el precio es alto, pasará un tiempo considerable antes de que la deuda se convierta en capital, provocando con esto que la emisora no pueda utilizar más deuda y que los obligacionistas no se puedan convertir en accionistas de la emisora, por el contrario, si el precio de emisión se establece a un nivel más bajo, la deuda se convertirá en capital casi inmediatamente.

Por lo tanto la emisora deberá establecer un precio de conversión que se adapte a sus necesidades financieras específicas, considerando que éste también sea benéfico para los obligacionistas.

El precio de conversión de las acciones es resultado de dividir el valor nominal de la obligación entre la cantidad que se tiene derecho a convertir.

### 5.10.3. FACTORES DETERMINANTES EN LA FIJACION DE PRECIO DE CONVERSION

#### 5.10.3.1. VALOR NOMINAL

Con este sistema una obligación convertible con valor de \$1000 será cambiada con 100 acciones con valor nominal de - - \$100, este criterio es meramente teórico, ya que el valor nominal de una acción es una cifra que generalmente no tiene relación con el valor real de la acción.

#### 5.10.2. VALOR EN LIBROS

Al fijar el precio de conversión de acuerdo a este criterio, el emisor considera lo injusto que sería para los accionistas actuales el permitir que nuevos inversionistas obtengan acciones a través de la conversión de obligaciones a un precio menor al del valor en libros de cada una de las acciones.

#### 5.10.3. VALOR DE MERCADO

Para determinar el precio de conversión de acuerdo a este criterio, se considera la razón precio/utilidad a que se cotizan las acciones tratando con esto de preveer un precio al que pueden cotizarse en el momento de realizar el canje de las obligaciones en función al crecimiento de las utilidades que espera lograr la sociedad con los recursos obtenidos en la emisión.

El mercado de acciones convertibles no se encuentra todavía muy desarrollado en nuestro país, sin embargo es un recurso que se debe aplicar cuando:

- El mercado accionario no sea receptivo a nuevas emisiones de acciones.
- Las obligaciones comunes no se presenten lo suficientemente atractivas.
- La tendencia del mercado accionario es alcista.
- Los precios de las acciones en el mercado secundario son altos.

#### 5.10.4. EL COSTO FINANCIERO

Esta representado por:

- La tasa de interés pagada a los obligacionistas o por la tasa de rendimiento exigida por los accionistas -- cuando éstos hubiesen efectuado al canje de acciones por obligaciones.
- Comisión pagada a colocadores.
- Gastos por servicios fiduciarios y administrativos.
- Impresión de títulos y prospectos.
- Cuotas pagadas a B.M.V., Conaval e Ineval.
- Gastos promocionales.

### 5.10.5. VENTAJAS Y DESVENTAJAS

#### Ventajas:

1) Otorga la posibilidad a las empresas de endeudarse -- con bajas tasas de interés, proporcionando a los inversionistas la posibilidad de participar en las utilidades potenciales de capital al incrementarse éste.

2) Implica bajos costos de capital durante un período de baja rentabilidad si se utilizó acciones para financiar el -- proyecto de inversión.

3) Al utilizar obligaciones convertibles, se garantiza un período razonable antes de que éstas puedan ser convertidas en acciones.

4) Estos títulos aseguran un valor mínimo como obligación en caso de que el precio de las acciones disminuya, y si éstas aumentan, obtendrá el beneficio mediante la conversión.

5) Si el precio de mercado de las acciones es atractivo, el obligacionista podría realizar la conversión para vender -- estas acciones.

6) El costo de capital de una obligación convertible es inferior al de emitir acciones.

#### Desventajas:

1) Es una fuente de dilución de utilidades en la medida -- en que se conviertan las obligaciones en acciones.



## 5.11. FONDOS DE REDESCUENTO

El redescuento es un término que se ha familiarizado en el medio bancario para designar a una operación que consiste en que una institución de crédito ceda a otra o a un particular, en descuento, documentos de su cartera de crédito.

Los bancos de depósito no pueden ceder en descuento su cartera con particulares.

El artículo 17, fracción III, de la Ley Bancaria, indica que los bancos de depósito no pueden dar en prenda los títulos o valores de su cartera, salvo que se trate de operaciones con el Banco de México, o con otras instituciones de crédito en los casos y en la medida en que lo autorice la Secretaría de Hacienda y Crédito Público a propuesta del propio Instituto Central.

La operación de redescuento generalmente tiene por objeto obtener una fuente adicional de recursos, para que las instituciones puedan ampliar su campo de actividades; ocasionalmente, se utiliza también para cubrir necesidades urgentes de la tesorería.

Al llevar a cabo una operación de redescuento, se debe tener cuidado que el tipo de intereses que se van a pagar a la institución descontadora, sea menor que el tipo de intereses que se hubiere pactado en la operación original, y que de

ser posible la diferencia que quedará en poder de la institución descontataria (denominada tasa diferencial) sea suficiente para que además de cubrir el costo administrativo y de vigilancia de las propias "redescontadas", quede un margen utilitario razonable, pues de otra manera sería incosteable.

El redescuento ha resultado en los últimos años, uno de los medios más eficaces para que se canalicen grandes volúmenes de recursos hacia actividades económicas eminentemente -- productivas o de desarrollo, cuyas fuentes de financiamiento las constituyen los llamados bancos de segundo piso, es decir, instituciones que no operan directamente con el público, sino que prácticamente están dedicadas al "redescuento" de cartera de las demás instituciones.

Un ejemplo de esta institución lo constituye entre otros, el Banco de México, que ha venido canalizando recursos provenientes de la Alianza para el Progreso (ALPRO), del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y algunos otros, tanto entre la banca privada como entre otros sistemas de bancos nacionales.

#### ASPECTO CONTABLE

Para el banco o institución descontataria, o sea aquella que cede a otra documentos de su cartera, pueden presentarse las siguientes situaciones:

a) Que los intereses de los documentos que se vayan a -- descontar, se hubieren operado bajo el régimen de "intereses-cobrados por anticipado".

b) Que los intereses de los documentos que se vayan a -- descontar, se hubieren operado bajo el régimen de "intereses-cobrables al vencimiento".

En el primer caso, la contabilización del redescuento de documentos, no ofrece ningún problema en particular, pues la- sesión se hace por su valor nominal, ya que el banco "cobro - los intereses por anticipado" y consecuentemente lo tiene re- gistrado en su renglón INTERESES COBRADOS POR ANTICIPADO, que mensualmente pasará a resultados hasta su amortización total.

En el segundo caso, cuando se redescuenta un documento - cuyos intereses serán cobrados al vencimiento, el banco des-- contatario debe cederlo tomando en cuenta su valor presente - al momento de celebrar la operación ya que, una vez endosado- en propiedad al banco descontador, se queda sin ningún docu-- mento con que poder exigir el costo de los intereses devenga- dos desde la fecha de su vigencia hasta el momento en que se- redescuenta.

**CAPITULO 6**  
**INVESTIGACION DE CAMPO**

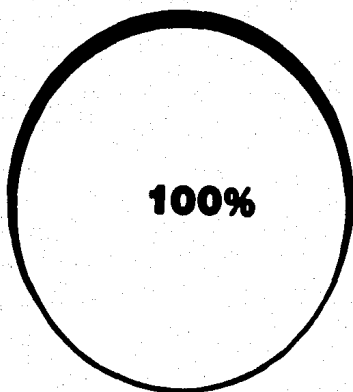
## 6. INVESTIGACION DE CAMPO

Una vez concluida la investigación documental se llevó a cabo la investigación de campo para la cual se tomó como punto de partida, el universo total de casas de bolsa del Distrito Federal y Área Metropolitana, la cual fué equivalente a la muestra ya que el universo al ser tan reducido permitió obtener resultados 100% confiables.

Una vez aplicada la encuesta a los ejecutivos de cuenta, se procedió a graficar los resultados obteniéndose de esta manera las conclusiones que a su vez dieron lugar a las recomendaciones que se sugieren en tres partes (empresa, inversionista y México) para lograr la optimización y alcance de sus respectivos objetivos financieros.

1. ¿Considera usted que México ha venido evolucionando aceleradamente en materia financiera en los últimos 5 años?

ALTERNATIVA	No. ENTREVISTADOS	%
a) SI	26	100
b) NO	0	0

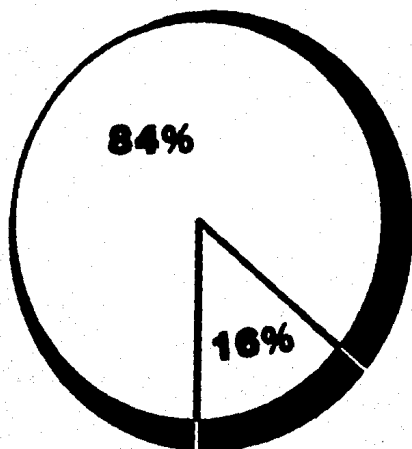


**INTERPRETACION:**

En base a que la totalidad de los entrevistados respondieron afirmativamente que México ha sufrido una gran transformación en materia financiera tanto en las finanzas públicas como a las privadas. Podemos afirmar que nuestro país ha evolucionado adecuadamente en este rubro.

2. Cree usted que la inflación ha sido el factor fundamental que ha provocado la necesidad de encontrar nuevos recursos financieros que permitan satisfacer ampliamente las necesidades -- del país.

ALTERNATIVA	No. ENTREVISTADOS	%
a) SI	22	84
b) NO	4	16

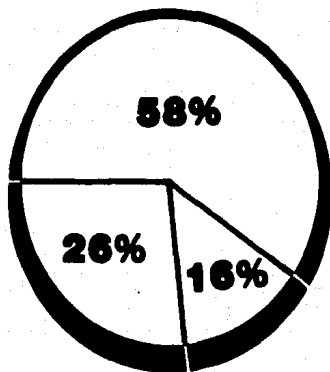


**INTERPRETACION:**

Se observa como la gran mayoría de los entrevistados, adjudican a la inflación como uno de los factores más relevantes en que por sus altas tasas ha provocado la necesidad de buscar nuevas alternativas de financiamiento para empresas y nuevas alternativas de inversión que permitan en este caso mantener el poder-adquisitivo de la empresa.

3. ¿Cuál de los siguientes factores piensa usted que ha provocado que los empresarios, directores de empresas, financieros, contadores e inclusive el mismo Gobierno se haya visto en la necesidad de buscar nuevas alternativas de financiamiento?

ALTERNATIVA	No. ENTREVISTAS	%
a) Inflación	4	16
b) Escasez de créditos	7	26
c) Alto costo financiero	15	58



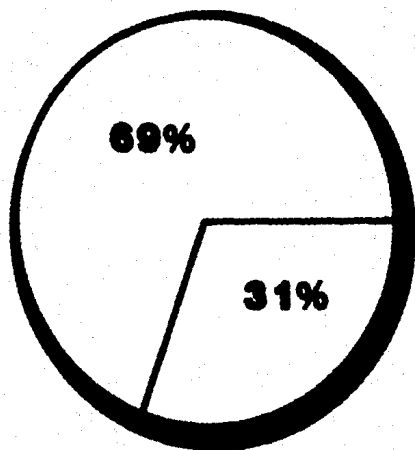
**INTERPRETACION:**

El alto costo financiero que fue el factor de más alto porcentaje en la respuesta, se considera como el factor fundamental pero sin embargo se pudo observar que la escasez de créditos, tienen también un porcentaje muy significativo por lo que se puede deducir que se tiene una íntima relación en estos dos factores que nos obliga siempre a buscar alternativas para así tratar de disminuir el costo de capital de las empresas sin descuidar por supuesto que estas alternativas muchas veces se rigen por la ley de oferta y demanda.



4. ¿Piensa usted que en épocas de crisis, como la que estamos pasando en estos momentos, la escasez de recursos provoca la necesidad de las empresas en financiarse con altos costos y con esto olvide en primera instancia la importancia de optimizar la estructura de capital minimizando el costo financiero?

ALTERNATIVA	No. ENTREVISTADOS	%
a) SI	18	69
b) NO	8	31

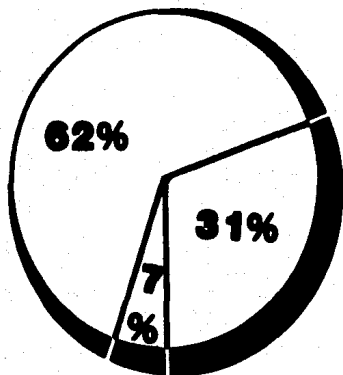


**INTERPRETACION:**

Cabe mencionar que aunque la mayoría respondió afirmativamente a esta pregunta se destacó la importancia de que las empresas con necesidad de financiamiento lo hicieran a un alto costo pero a un corto plazo, ya que de inmediato deberán de trabajar en la búsqueda de nuevas fuentes que les permitan sustituir a las de alto costo para así minimizar su costo financiero por lo que nos permitimos justificar que el factor primordial que provoca la búsqueda de alternativas financieras en el mercado es el costo de capital.

5. Dentro de los distintos tipos de empresas, que operan en nuestro país, ¿Cuál cree, que esté mejor preparada en establecer una mejor estructura de capital, mediante nuevas fuentes de financiamiento que nacen todos los días?

ALTERNATIVA	No. ENTREVISTADOS	%
a) CHICAS (Capital 0 a 50'000.000)	2	7
b) MEDIANAS (Capital 50 a 200'000.00)	8	31
c) GRANDES (Capital 200' en adelante)	16	62

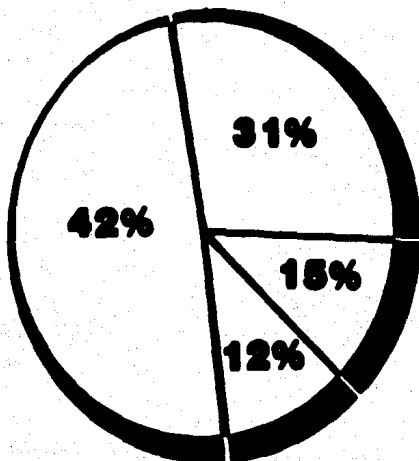


#### INTERPRETACION:

Tomando en cuenta el tamaño de la empresa, mediante el capital que éstas tienen, las empresas mejor preparadas son, las empresas grandes, ya que consideran muy importante la optimización de su estructura por el costo del dinero, además normalmente éstas cuentan con un departamento de finanzas que permite la vigilancia total de las alternativas financieras, sin embargo, se ha visto que las empresas medianas han tomado un papel muy importante en la inversión de su tiempo, para buscar alternativas distintas a las comunes "Créditos Bancarios", normalmente en estas empresas el mismo director, el dueño de la misma llevan a cabo este análisis. Las pequeñas sin embargo no cuentan con la preparación ni experiencia para estos efectos.

6. ¿En qué factores considera usted, que no es determinante el - costo de capital en la elección de una fuente de financiamien to?

ALTERNATIVA	No. ENTREVISTADOS	%
a) Altas Utilidades	8	31
b) Escasez de recursos	22	42
c) Expansión	4	15
d) Alta liquidez	3	12

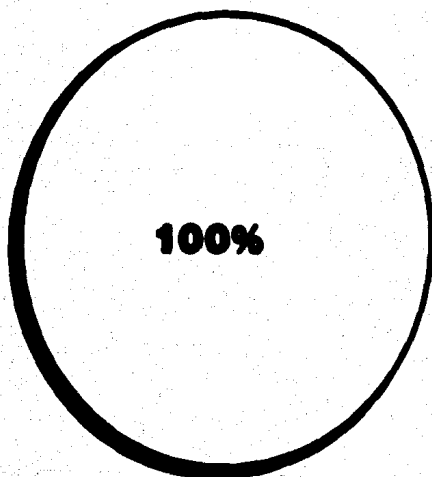


**INTERPRETACION:**

La escases de recursos financieros, en el mercado lleva a las empresas, muchas veces a olvidar en primera instancia, el - costo financiero, temporalmente, sin embargo en el caso de empresas con altas utilidades y expectativas de expansión pueden no -- considerar el costo, como factor fundamental. Esto va a provocar la no optimización de su estructura que va a estar compensada por sus altos flujos de utilidades pero lo que no se dramatiza la situación al no minimizar su costo.

7. ¿Cree usted, que el costo financiero sea primordial en la optimización de la estructura de capital?

ALTERNATIVA	No. ENTREVISTADOS	%
a) SI	26	100
b) NO	0	0

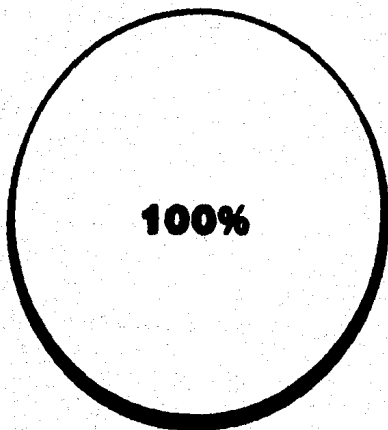


**INTERPRETACION:**

La totalidad de los entrevistados respondieron afirmativamente a esta pregunta, que hace suponer: Primero, que la optimización de una estructura de capital, se llevará a cabo al lograr minimizar su costo financiero. Segundo; La interdependencia, entre una y otra. Esto permite comprobar la hipótesis planteada -- desde un principio que nos encomendaron a la investigación de este tema en el mercado financiero nacional.

8. ¿Ve usted, una completa interdependencia entre el costo de capital y la estructura financiera de una empresa?

ALTERNATIVA	No. ENTREVISTADOS	%
a) SI	26	100
b) NO	0	0

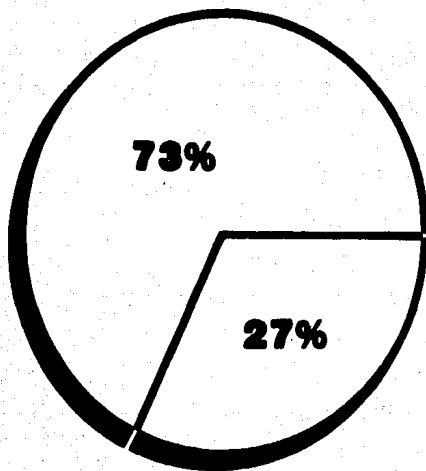


**INTERPRETACION:**

La conciencia de los entrevistados en la relación, estructura-costo es total como lo vemos en la pregunta anterior sin embargo quisimos separar los dos conceptos anteriores, ya que creemos que la única razón por la que se afirma que no existe interdependencia es cuando el mercado financiero es perfecto "No existen costos de transacción, ni penalización de los acreedores por el alto riesgo de la empresa, la respuesta obtenida fue positiva totalmente y a su vez, se eliminó la posibilidad de la existencia de un mercado perfecto.

9. ¿Considera usted que el riesgo operativo de una empresa, provoque al aumentar, cambios desfavorables que a su vez ocasionen que una estructura óptima de capital se convierta en una estructura mal planeada?

ALTERNATIVA	No. ENTREVISTADOS	%
a) SI	19	73
b) NO	7	27

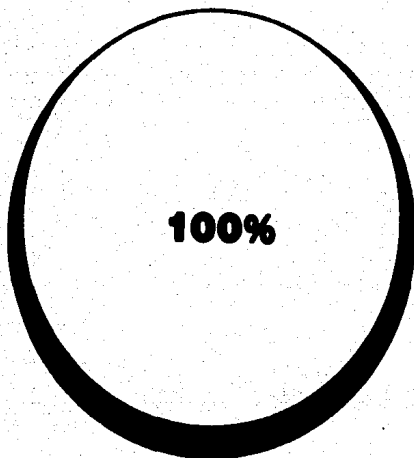


**INTERPRETACION:**

La gran mayoría de los entrevistados, están de acuerdo en que cualquier cambio importante va a traer como consecuencia, si es negativo, cambios desfavorables en el costo financiero de la empresa adjudicando que la empresa es considerada más riesgosa. El 27%, considera que si la estructura está planeada a largo plazo con sus respectivos contratos los acreedores tendrán que respetar los cambios y las tasas hasta la finalización de ésta, por lo que descarta la posibilidad de desfavorecer su costo financiero por ese plazo.

10. ¿Considera usted que el riesgo financiero provoca cambios desfavorables para la empresa en la optimización de su estructura de capital?

ALTERNATIVA	No. ENTREVISTADOS	%
a) SI	26	100
b) NO	0	0

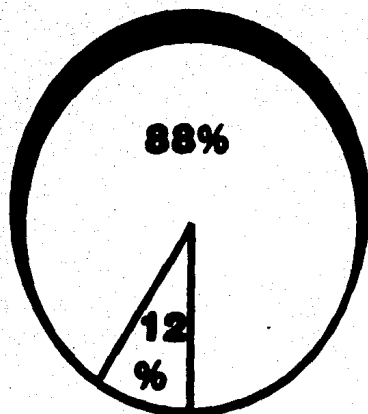


**INTERPRETACION:**

La totalidad de los entrevistados en comparación a la -- pregunta anterior respondieron que sí, ya que en este caso la penalización de los acreedores es palpable inmediatamente por el -- riesgo que ya implica la empresa financieramente, porque de esta manera dejaría de ser atractiva para inversionistas deseosos de -- colocar sus recursos en buenas inversiones.

11. ¿Qué tan importante es la planeación financiera a mediano y - largo plazo para determinar el futuro costo financiero?

ALTERNATIVA	No. ENTREVISTADOS	%
a) BASICA	23	88
b) NO BASICA	3	12



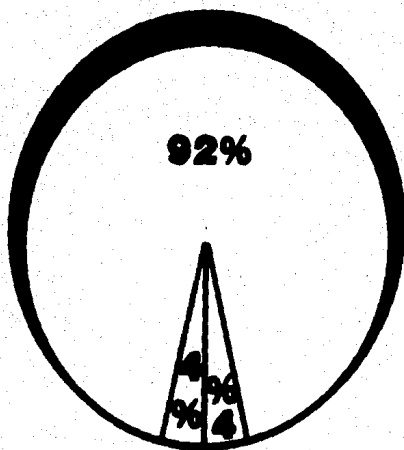
**INTERPRETACION:**

La planeación financiera es, básica en la determinación de una combinación, de recursos en el momento que se desea formar la estructura de capital, ya que de lo contrario esa estructura puede ser ideal en ese momento y dejar de serlo en el futuro y -- puede ser tan rápido que no permita ajustes en la estructura en -- épocas inflacionarias como la que estamos pasando, no se puede -- descartar la previsión y planeación a futuro, ya que las expectativas de las tasas en el mercado, son siempre a la alta por lo que una tasa relativamente alta podría ser la menor en un futuro cercano.



12. ¿Cuál de los siguientes elementos, cree usted que es necesario para la determinación de una estructura de capital?

ALTERNATIVA	No. ENTREVISTADOS	%
a) Tasa	1	4
b) Plazo	1	4
c) Riesgo		
d) Rendimiento		
e) Todos	24	92

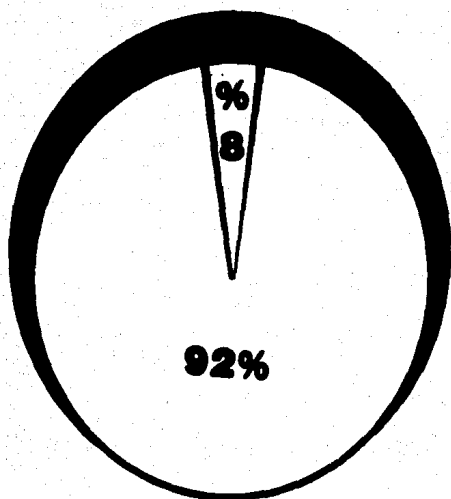


**INTERPRETACION:**

Una vez más podemos justificar el objetivo de la tesis y la comprobación de la hipótesis, ya que la tasa, el plazo y el riesgo son determinantes para la formación de una estructura de capital, se obtuvieron distintos porcentajes en las respuestas -- más sin embargo todos concordaron en la necesidad de considerar -- todos éstos, dependiendo del tipo de empresa de la que se está hablando o de que se trate.

13. Cree usted que las nuevas reformas fiscales que entraran en vigor el 1º de enero de 1987, provoquen cambios en estructuras de capital ya establecidas.

ALTERNATIVA	No. ENTREVISTADOS	%
a) SI	24	92
b) NO	2	8

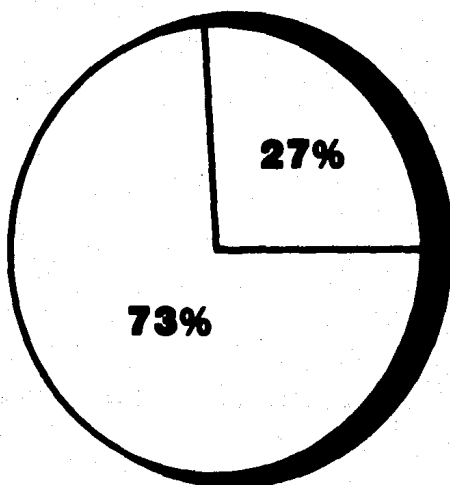


**INTERPRETACION:**

Casi la totalidad de los entrevistados concordaron en -- que estas reformas si van a provocar ajustes en estructuras de capital ya formadas que van a obligar a las empresas a buscar otras alternativas distintas a las que ya tenian, ya que al no poder -- ser totalmente deducibles los intereses, los costos financieros -- se van a incrementar notablemente aunque sigan siendo los más baratos del mercado.

14. ¿Cree usted que los inversionistas conozcan a fondo las implicaciones de la relación riesgo/rendimiento y analizan a fondo sus planes de inversión?

ALTERNATIVA	No. ENTREVISTADOS	%
a) SI	7	27
b) NO	19	73

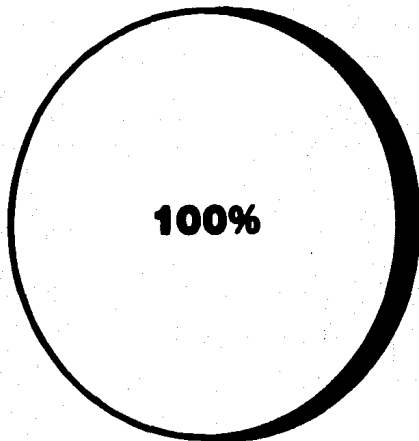


**INTERPRETACION:**

Definitivamente, en un mercado financiero existen distintos tipos de inversionistas por ejemplo: Los inversionistas analíticos que basan optimizar sus inversiones mediante el análisis de empresas e instrumentos en el mercado, buscando una lógica que les permita asegurar su rendimiento minimizando su riesgo pero por otro lado hay inversionistas llamados: Especuladores, que sin ningún análisis o estudio analítico, de sus proyectos, buscan ganar buenos rendimientos o en el caso de México, en el que la Bolsa Mexicana, es relativamente pequeña y por lo mismo hay una mayor demanda que oferta, muchas gentes se han convertido en inversionistas de tipo especulador que por motivos no lógicos arriesgan sus recursos, incrementando el riesgo de perder parte o la totalidad del capital.

15. Tomando como punto de comparación la tasa de inflación, ¿Cuán do se considera óptima la inversión?

ALTERNATIVA	No. ENTREVISTADOS	%
a) Cuando está abajo de la inflación	0	0
b) Cuando está igual que la inflación	0	0
c) Cuando está arriba de la inflación	26	100

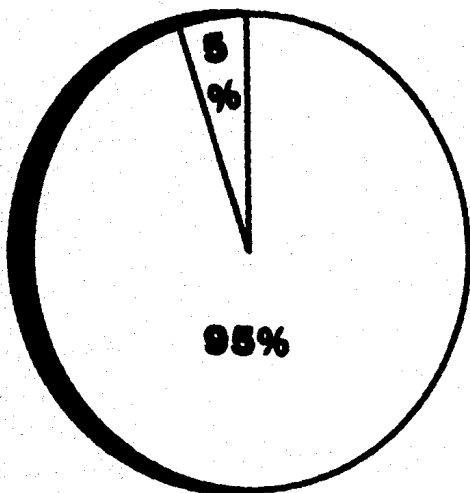


**INTERPRETACION:**

La respuesta obtenida fue: Obviamente, cuando la tasa de inversión sea mayor a la inflación sin embargo concluimos que aun que esta respuesta es obvia la gran mayoría de los inversionistas mexicanos, se conforman con rendimientos menores a la inflación - sin entender que aunque la tasa de rendimiento es alta no hay duda de una pérdida eminente en el valor de reposición normalmente las tasas de inversión son: algunos puntos arriba de la inflación y en México, las tasas bancarias siempre son menores a las de la inflación real. Por este motivo algunos entrevistados consideran buena la inversión a tasas iguales.

16. ¿Piensa usted, que en un mercado financiero en el que hay escasez de alternativas de inversión, éstas tienden a dar rendimientos financieros muy bajos no justificables?

ALTERNATIVA	No. ENTREVISTADOS	%
a) SI	2	5
b) NO	24	95

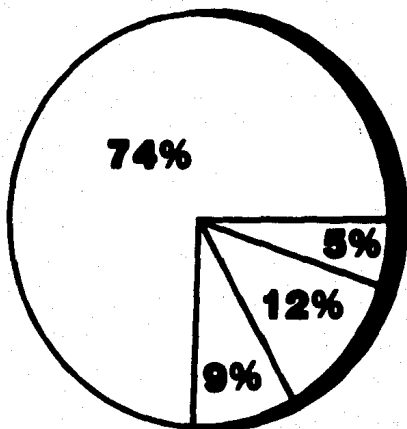


**INTERPRETACION:**

El 95% de los entrevistados no consideran no justificables estos rendimientos ya que aunque las empresas o instrumentos a invertir no tengan razón lógica para disminuir los rendimientos la misma escasez de instrumentos de inversión provocan una mayor demanda que oferta por lo que las tasas de inversión disminuyen.

17. ¿Por qué razón cree usted que los inversionistas racionales - "No especulativos" No son afectados a cambios rápidos en sus alternativas de inversión?

ALTERNATIVA	No. ENTREVISTADOS	%
a) Falta de Información	19	74
b) Temor	2	9
c) Riesgo	3	12
d) Ignorancia	1	5
e) Otros	0	0

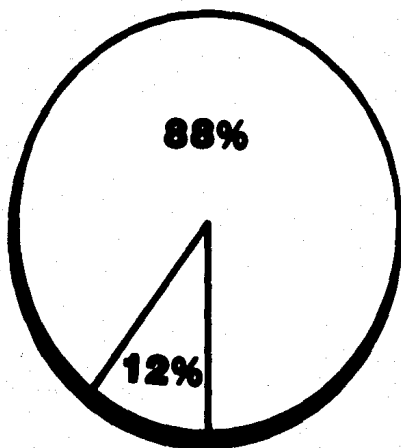


**INTERPRETACION:**

El riesgo es la razón fundamental ya que al ser estos inversionistas racionales, no olvida la ley básica de que a mayor riesgo mayor rendimiento, por lo que una inversión más atractiva a la que ya tienen tendrá normalmente mayor posibilidad de fracaso, por otra parte la falta de información podría tener un efecto contrario a éstos ya que inversionistas no racionales normalmente ignoran nuevas alternativas de inversión, con mejores rendimientos.

18. ¿Piensa usted que los inversionistas nacionales han encontrado en las Casas de Bolsa, una nueva estructura financiera, -- que les permita sustituir a los bancos?

ALTERNATIVAS	No. ENTREVISTADOS	%
a) SI	23	88
b) NO	3	12

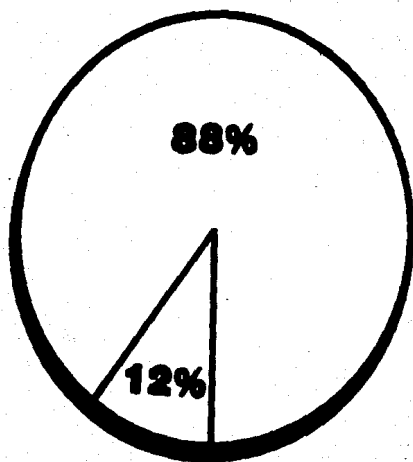


**INTERPRETACION:**

Las Casas de Bolsa, han tomado un papel muy importante a partir de la nacionalización bancaria ya que han hecho evolucionar el mercado con tal agilidad que permite a todo tipo de inversionista trabajar e invertir fácilmente en instrumentos financieros que ignoraban con una gran facilidad y a un bajo costo por lo que si han sustituido casi en la totalidad sus inversiones bancarias y los empresarios a su vez han encontrado en éstas un camino en la búsqueda de nuevas fuentes de financiamiento y piensan que el servicio de estas casas es más personalizado y por lo tanto -- más adecuado para el manejo de su dinero, pero mientras no se permitan las cuentas de cheques éstos no podrán sustituir la totalidad de los bancos.

19. ¿Cree usted que son los mismos los elementos que se consideran para formar una estructura de capital que los que se consideran para formar un portafolio de inversión?

ALTERNATIVA	No. ENTREVISTADOS	%
a) SI	23	88
b) NO	3	12



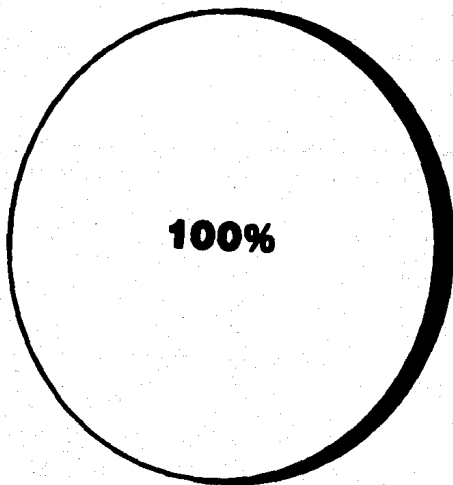
**INTERPRETACION:**

Básicamente son los mismos elementos los necesarios pero siempre vistos en manera inversa por lo que nunca podremos separar a inversionistas de estructuras de capital.



20. ¿Cree usted que las nuevas reformas fiscales que entran en vigor a partir del 1<sup>a</sup> de enero de 1987, provoquen cambios en -- las alternativas de inversión?

ALTERNATIVA	No. ENTREVISTADOS	%
a) SI	26	100
b) NO	0	0



**INTERPRETACION:**

La totalidad de los entrevistados respondieron afirmativamente esta pregunta mostrando de esta manera la importancia de concientizar las repercusiones que traerán consigo estos cambios -- por lo que más que nada estarán apáticos por un tiempo a nuevas -- inversiones será la ignorancia de estas reformas en su repercusión en el mercado.

## 6.2. COMPARACION DE RESULTADOS CON OBJETIVOS

GRAFICA RELACION: OBJETIVOS - RESULTADOS

OBJETIVOS						CONCLUSIONES
	I	II	III	IV	V	
1.1.1 OBJETIVO GENERAL Observar y Analizar la influencia del Costo de Capital en las Empresas en la época Actual para poder lograr la máxima optimización de su estructura de Capital		#	#	#	#	#
1.1.2 OBJETIVOS ESPECIFICOS						
1.1.2.1 Presentar las principales teorías de estructura y Costo de Capital		#				#
1.1.2.2 Analizar el impacto y la repercusión del Costo Financiero dentro de la Estructura del Capital, en la optimización de sus recursos Financieros		#	#	#	#	#
1.1.2.3 Comprobar la Relación existente entre Riesgo y Tasa esperada de rendimiento			#	#		#
1.1.2.4 Analizar la repercusión del costo Financiero y el riesgo al que incurra una Empresa al financiarse con altas tasas de intereses			#	#		#
1.1.2.5 Mostrar la existencia de distintas Fuentes de Financiamiento Corporativo en el mercado Financiero Nacional				#	#	#

### 6.3. COMPARACION DE RESULTADOS CON HIPOTESIS

Finalmente podemos decir que la realización de esta investigación fue satisfactoria al poder comprobar tanto teórica como prácticamente la hipótesis planteada en el principio que -- fue:

"El costo de capital es la base primordial de la estructura de capital, por lo tanto, si las empresas logran optimizar el mismo haciéndose de recursos el menor costo posible en el mercado, lograrán el máximo beneficio en su financiamiento. Para esto será necesario la búsqueda de instrumentos financieros que mejor se adapten a las necesidades de la empresa".

Esta hipótesis se ve apoyada en primer término, mediante la existencia de distintos métodos de valuación de estructuras de capital, en segundo término, mediante la relación de dependencia del costo de capital como base primordial de la estructura de capital ya que su impacto se refleja directamente en la optimización de la misma, en tercer término, la relación -- riesgo rendimiento de las fuentes de financiamiento nos permitieron afirmar la existencia de distintas tasas de financiamiento en el mercado y por último el estudio e investigación -- realizada en la parte práctica, nos apoya al reiterar la existencia de muchas fuentes de financiamiento que de alguna manera se pueden adaptar a las necesidades de cada empresa.

El alcance del objetivo general y los objetivos específicos nos permiten sostener con fundamentos reales la hipótesis originalmente planeada, asimismo los resultados prácticos obtenidos mediante la encuesta realizada a las distintas casas de bolsa seleccionadas por nosotros, fortalece de una manera vez a la misma.

## CONCLUSIONES

## CONCLUSIONES

El sector operativo de la empresa nos encamina a que por medio del proceso productivo de ésta, procure obtener como resultado el mayor flujo de efectivo posible conocido como utilidades.

Para que una empresa se pueda constituir, necesita determinar la forma en que será integrado su capital, es a esto, a lo que se le llama estructura de Capital.

La Estructura de Capital se puede integrar por dos componentes básicos: acciones, que son el instrumento característico de los dueños pudiendo ser éstas comunes o preferentes y -- deuda, que es el instrumento característico de los acreedores en sus diversos plazos. (Corto, mediano y largo) pudiendo ser característicos bancarios, obligaciones, emisión de pagarés a tasa flotante, créditos sindicalizados, aceptaciones bancarias, papel comercial bursátil, papel comercial extra-bursátil, etc.

Con lo anterior determinamos que la estructura de capital se forma con la suma de pasivo más capital, distinguiéndose es tos cuatro aspectos básicos que son el vencimiento, el derecho sobre las utilidades, el derecho sobre los activos y la participación en la administración.

Estos dos tipos de capital (endeudamiento y capital aportado por los dueños) denotan los fondos a largo plazo, sin embargo, las fuentes de financiamiento ya mencionadas son consideradas algunas de ellas a corto y mediano plazo, pero dado -- los acelerados cambios en materia financiera que estamos vi- - viendo, muchas de estas fuentes son consideradas para varias - empresas como parte de su estructura de capital.

Esto nos muestra la posibilidad de formar una estructura- óptima de capital integrada por una o varias fuentes de finan- ciamiento dependiendo en primer instancia del costo o tasa de- las mismas y a la compatibilidad con la empresa.

Cabe destacar el beneficio del apalancamiento financiero- (financiamiento por deuda) que tiende a optimizar el costo de- capital ya que éste se minimiza al ser deducible de impuestos, sin embargo, toda empresa en su formación parte con el capital aportado por sus dueños.

Dentro de esta investigación se enumeraron diferentes teo- rías sobre estructura y costo de capital que nos permitieron - analizar el origen, evolución y resultado en la búsqueda de su optimización.

En la teoría de Durand denominada "Método de utilidad Ne- ta" ilustramos el efecto de cambiar "capital por deuda" por -- "capital aportado por accionistas" y viceversa destacando el - beneficio dentro de su costo al substituir capital por deuda.

En el Método de Utilidad Neta de Operación se desmiente - la optimización del costo al substituir capital por deuda debido a que aunque es cierto que el capital aportado por deuda es más barato por su beneficio de deductibilidad de impuestos, el exceso del mismo provoca el incremento en el costo financiero - ya que se considera más riesgosa al tener obligaciones prioritarias con acreedores independientemente del nivel de utilidades, convirtiéndose éstas en cargos fijos lo cual nos permite concluir que en este método no existe una estructura óptima de capital o bien todas lo son ya que se apega a la realidad de - incremento o decremento de tasas dependiendo del riesgo de cada empresa.

En el método tradicional que es la combinación de los dos métodos anteriores, demuestra la existencia de una estructura óptima de capital dependiendo de la utilización juiciosa de la deuda para que de esta forma, el incremento en la tasa del costo de capital al usar más deuda se aumenta en menor proporción que el riesgo al cual incurriría la empresa en una desproporcionada substitución de deuda por capital.

En la teoría de Modigliani - Mitler basada en que un incremento de fondos más baratos provenientes de deuda en exceso, se contrarresta exactamente con un incremento en las tasas de retorno de los accionistas e inversionistas y por lo mismo, el incremento en el costo de capital de la misma, el valor de mercado de la empresa se da al capitalizar las utilidades de la -



tasa de descuento tasada según su riesgo, asimismo, el retorno esperado por accionistas aumenta en igual proporción que el su puesto beneficio de uso de deuda.

Esta teoría está basada totalmente en la decisión de arbitraje desde el punto de vista inversionista al poder elegir libremente entre dos empresas idénticas salvo que una de ellas posee deuda, pero el aparente beneficio de cambiar la inversión de una empresa a otra puede verse mermado en el momento en que varios inversionistas encuentren igual de atractiva esa empresa por la Ley de oferta y demanda.

El proceso de arbitraje continúa hasta agotar al máximo la oportunidad de reducir el monto de lo invertido y obtener el máximo retorno esperado por el inversionista.

Esto es desde el punto de vista inversionista, pero sin embargo, aunque Modigliani y Miller establecen que el costo de capital se mantiene constante, al incrementarse excesivamente la deuda, el costo financiero se incrementa al ser menor la posibilidad de cobertura de los cargos fijos por concepto de intereses. Por lo anterior y basándose en el rechazo de la premisa original de este modelo en que el costo de capital y su estructura financiera deberán estar basados en que los supuestos que hacen un mercado de capital perfectos, no son realistas.

Un hecho real importante para evaluar oportunidades de in

versión es que una empresa que se encuentra totalmente libre - de cargos financieros o pasivos para financiar sus operaciones, resultará más atractiva que aquella que los posea, a menos que el inversionista olvide en alguna proporción su actitud racional y esté dispuesto a obtener un mayor retorno con una inversión más riesgosa.

En el caso del sistema económico financiero mexicano, este modelo adquiere gran importancia por el efecto que produce el impuesto sobre la renta, ya que éste ocasiona un beneficio de gran reelevancia al ser posible deducir de impuestos, los intereses de pasivos. Esto quiere decir que la tasa de interés contratada al adquirir el financiamiento, automáticamente sufre un reajuste en su costo, siempre en beneficio de la empresa sin importar el porcentaje ya que de hecho en mayor o menor proporción, el costo baja. Esto nos daría a pensar que el beneficio de la deductibilidad de las tasas debido al I.S.R., aumentaría al contraer más deuda sin embargo, esto se contrarresta ya que los acreedores incrementarían sus tasas por el mismo riesgo. Por otra parte, dejando atrás el costo de capital de las empresas y analizando los proyectos de inversión, cabe mencionar la importancia que ha adquirido el método Dupont por su sencillez y eficacia al poder evaluar una oportunidad de inversión con la simple proporción del ingreso neto entre los activos totales. Y en el caso de existir pasivo en la empresa, la ecuación se transformará sumando los ingresos ne--

tos más los intereses entre el patrimonio de los accionistas, el factor fundamental del beneficio de varias oportunidades de inversión será la rotación de activos.

En la crisis actual de México, el factor fundamental para buscar la continuidad de la inversión es el valor de reposición de los activos.

El riesgo de una inversión se define como el grado de incertidumbre de un resultado, es por esto que la actitud racional de un inversionista tiene una aversión natural al riesgo sin que por esto quiera decir que no existan personas que actúen con neutralidad e indiferencia a éste, esperando un retorno sobre la inversión más alta. El riesgo dependerá de dos factores básicos:

- a) El riesgo de operación de la empresa.
- b) El apalancamiento financiero de la misma.

Cabe mencionar la relación entre la tasa o retorno de la inversión con el costo financiero o de capital que es exactamente lo mismo visto desde distintos puntos de vista ya que el retorno de la inversión es la tasa esperada por el inversionista y el costo es la suma de las tasas de aquellos que proporcionan el capital a las empresas.

La inflación es uno de los fenómenos que adquiere mayor relevancia a partir de la década de los 50's ya que anterior-

a ese tiempo, las tasas de inflación eran tan bajas que distaban de ser importantes, sin embargo, en las dos últimas décadas, éstas se han convertido en el principal problema para determinar prospectos de inversión futura y costos de financiamiento real es, por esta razón de suma importancia incorporar los efectos que provocará la inflación al estimar flujos de efectivo futuros para equilibrar la pérdida del poder adquisitivo de la moneda.

La mezcla de pasivo y capital para financiar una empresa, muestran la forma ideal en que debe de hacerse de recursos la empresa, pero la proporción de una y de otra no se puede realizar ya que se deben de considerar factores internos como son la adecuación (tipos de financiamiento, riesgo, incertidumbre), rendimiento (rentabilidad), control (vigilancia del mecanismo del instrumento de financiamiento), maniobrabilidad (flexibilidad) y oportunidad (existencia de la fuente en el momento) y factores externos como son características de la economía, nivel de actividad de los negocios, mercados de dinero y capital, tasas de interés y características de la industria.

Si partimos de que el mercado financiero es lo que más nos interesa, ya que en él es donde podemos encontrar las distintas fuentes de financiamiento con sus respectivos costos para lograr que una empresa establezca su estructura de capitales eminente pensar en la necesidad de la misma en buscar la fuente de financiamiento más atractiva o que más se adecúe al

tipo de empresa, debido a que aunque una fuente sea la idónea para algunas, para otras puede no serlo.

En nuestra investigación realizada a las casas de bolsa - por medio de la encuesta, obtuvimos satisfactoriamente la existencia de varias y distintas formas de financiamiento adicionales a los créditos bancarios en sus distintas formas.

Esta investigación nos llevó a concluir que se pueden manejar más de una forma de financiamiento a diferentes tasas o costos que permiten, si se utiliza y analiza juiciosamente el costo de capital, llevar a la empresa a la optimización de una estructura óptima de capital. Sin embargo, es importante recalcar que el mal uso de éstas producirá un efecto negativo y en consecuencia no se optimizaría su estructura. No existe -- una combinación de fuentes de financiamiento que se puede considerar general para optimizar la estructura de capital, ya -- que cada empresa, aunque puedan ser similares, poseen distintas necesidades así como riesgos comerciales y financieros.

Lo expuesto anteriormente nos dá que el panorama financiero desde un punto de vista inversionista tendría otras repercusiones ya que el inversionista racional buscará la maximización de su tasa de retorno al menor riesgo posible. Esto quiere decir que aunque una fuente de financiamiento como lo son -- las obligaciones tengan un costo relativamente bajo para la empresa, este costo traducido en retorno para el inversionista --

podrá ser bastante atractivo al ser el más alto existente en el momento de todo un portafolio de inversiones. La crisis actual y la rapidez en los cambios financieros, económicos y políticos, nos han llevado a manejar plazos a corto, mediano y largo plazo distintos a los que antiguamente se manejaban en las proyecciones, ya que ahora que es más difícil planear a futuro, los cortos plazos han pasado a ser largos, por lo que actualmente las fuentes de financiamiento a corto plazo han pasado a tener tanta importancia como las mismas fuentes a largo plazo y con esto se podrá construir una estructura óptima de capital como la combinación de todas éstas.

México ha dado un giro de 180 grados en materia financiera ya que, actualmente está considerado mundialmente como un país cuyas necesidades han obligado a las autoridades a estar un paso adelante y buscar constantemente nuevas alternativas de inversión. Anteriormente eran muy pocas, y por lo general grandes empresas que poseían un departamento financiero que en caminaban sus recursos al logro de un objetivo primordial que no era sino la optimización de su estructura de capital por medio de la minimización de su costo financiero sin embargo, es evidente que los empresarios de pequeñas y medianas industrias han encontrado la necesidad de financiarse con recursos a un bajo costo viéndose obligados a expandir su visión a nuevas fuentes. Esto ha sido posible gracias al nacimiento tan acelerado de casas de bolsa que permiten el acceso a estos métodos-

de financiamiento de una manera muy sencilla y a un costo relativamente bajo.

Esta investigación nos ha permitido entender de una manera realista, la problemática actual del país con respecto a la deuda externa. Si consideramos a México como una gran empresa que requiere de recursos para su desarrollo y expansión y a -- sus acreedores (F.M.I., Banco Mundial, etc.), encontramos que ha tratado de optimizar su estructura de capital con la obtención de recursos a bajos costos. Por otro lado, sus acreedores han encontrado a México como una buena oportunidad de inversión ya que éstos buscan colocar capital y obtener un buen prospecto de inversión mientras pague oportunamente sus cargos fijos a los acreedores para los cuales representan el retorno de su inversión. Esto es muy importante, ya que si miramos -- cuidadosamente, México, no tendrá la obligación de pagar el capital por muy alto que éste sea, ya que de lo contrario, los acreedores tendrán que buscar otros prospectos donde colocarlo y dada la ubicación, evolución y desarrollo del país los -- nuevos prospectos serfa más riesgosos.

Podemos decir que México, ha logrado optimizar su estructura de capital, ya que ha obrenido mejores plazos y condiciones que otros países. La optimización de su estructura se ha reflejado por las bajas constantes de las tasas bases (Libor y Prime Rate). Esto nos hace pensar que el panorama económico - mexicano ha venido mejorando últimamente, sin embargo, estos -

cargos fijos se han convertido en una carga financiera insostenible ya que paralelo a este decremento de tasas han venido descendiendo notablemente los ingresos del país, que por un error en la previsión del mercado petrolero y por la dependencia a este último, se han mermado y al no existir otros productos de exportación que permitan el ingreso adicional de divisas.

Esta monoexportación ha provocado que los acreedores consideren a México como un país riesgoso.

Afortunadamente, México encontró la necesidad de obtener divisas por medio de la exportación de productos y servicios no petroleros así como del turismo, ya que se cuenta con recursos naturales, agrícolas, pesqueros, etc., de muy alta calidad que nos permiten penetrar mercados mundiales sosteniendo una constante fuente adicional de divisas a la del petróleo así como una capacidad productiva para la manufactura de productos de muy buen nivel. Por esto, sentimos que México se vuelve a convertir en un país prometedor, un prospecto interesante de inversión tanto interno como externo, prueba de ello han sido las empresas internacionales que han decidido establecerse y trabajar en nuestro país, así como otros países acreedores que han depositado su confianza en nosotros al otorgarnos nuevos préstamos.



## RECOMENDACIONES

## RECOMENDACIONES

Una vez concluida esta investigación, y analizada la problemática actual del financiamiento de empresas, por su escasez y alto costo, estudiando la necesidad existente en optimizar una estructura de capital abaratando en lo más posible el costo de la misma, procederemos a hacer las siguientes recomendaciones que consideramos vitales para la continuidad y evolución de las empresas mexicanas en la época actual. Por otra parte, daremos a conocer algunos factores básicos que deberán evaluar los inversionistas que deseen encontrar la más alta tasa de retorno en proyectos de inversión. Finalmente haremos las recomendaciones que creemos son necesarias para que de alguna manera México siga saliendo de su crisis financiera y económica tanto interna como externa.

### 1) RECOMENDACIONES PARA LAS EMPRESAS

Debemos reconocer la necesidad que tienen todas las empresas de obtener recursos económicos que le permitan dar movimiento a su sector operativo.

- a) Reconociendo la necesidad de recursos, los administradores financieros y empresarios en general, deberán -

capacitarse y estudiar las distintas opciones de financiamiento que ofrezca el mercado en ese momento, - para esto existen centros de capacitación financiera o asesores financieros como lo son representantes de bancos, casa de bolsa, despachos privados y otros ya que muchas veces el juicio personal que podamos tomar basado en la experiencia, no es la más idóneo.

- b) Buscar la flexibilidad de estas fuentes para que permitan substituirse unas por otras en un momento dado.
- c) Analizar y evaluar el riesgo financiero y comercial - que traiga consigo la fuente seleccionada.
- d) Mantener al cien por ciento el control y vigilancia - de las repercusiones tanto positivas como negativas - que puedan surgir a través del tiempo.
- e) Procurar estudiar analíticamente los costos y tasas - de cada una de las fuentes de financiamiento para así poder optimizar la estructura de capital minimizando los cargos fijos a los que está obligada la empresa.
- f) Una vez seleccionada la fuente de financiamiento, acudir a expertos en la promoción y distribución de oportunidades de inversión para así conseguir los acreedores ideales.

- g) Mantener legal, fiscal y responsablemente todos los requisitos de la fuente de financiamiento para poder acudir a ésta en el momento en que vuelva a ser necesaria.
- h) Y por último y más importante de nuestras recomendaciones es mantener siempre una mirada fija en la búsqueda de nuevas oportunidades de financiamiento aunque ya se cuente con una optimización, de la estructura de capital con las fuentes de financiamiento que ya se conozcan.

## 2) RECOMENDACIONES PARA LOS INVERSIONISTAS

Debemos entender la evolución tan acelerada que se ha desarrollado en los últimos 5 años de los mercados financieros y oportunidades de inversión que se han presentado.

- a) El inversionista deberá acudir a expertos en el manejo de inversiones que le presenten varias opciones de inversión para que de esta manera pueda a ciencia cierta conocer las tasas, riesgos y plazos que involucra cada proyecto de inversión, sugerimos acudir a ejecutivos de cuenta de bancos, casas de bolsa y otros.
- b) Una vez acudido a los anteriores, el inversionista deberá evaluar por separado cada proyecto de inversión.

- c) El inversionista deberá buscar la flexibilidad de sus proyectos de inversión seleccionados, para así lograr substituir unos por otros en el momento en que lo desee o necesite.
- d) Buscar el punto de equilibrio en la proporción riesgo- rendimiento, partiendo de la teoría que toda inversión, a mayor riesgo deberá producir un mayor rendimiento.
- e) No perder el control del manejo de las inversiones ni excederse en las mismas.
- f) Buscar asesoría fiscal y legal adecuada, para mantenerse siempre en la obtención de utilidades netas que no produzcan faltas a las leyes.
- g) Mantenerse siempre abiertos a nuevas oportunidades de inversión que puedan surgir como resultado de la evolución del mercado financiero.

### 3) RECOMENDACIONES PARA MEXICO

- a) Reducción del gasto público para de esta manera, evitar altos niveles de circulante que provoca mayor inflación.
- b) Alentar las exportaciones de productos mexicanos a mercados internacionales.

- c) No permitir que nuestra balanza comercial se incline en mayor proporción por las importaciones que las exportaciones.
- d) No establecer una economía basada únicamente en la -- venta de petróleo para así evitar la dependencia de -- los precios en el mercado mundial.
- e) Alentar la inversión privada mediante incentivos fiscales y venta de paraestatales.
- f) Promover la inversión extranjera mediante la transformación de leyes.
- g) Renegociar la deuda externa y buscar nuevos mercados financieros.
- h) Procurar disminuir en lo posible la deuda interna.
- i) Establecer políticas y leyes que permitan mantener el poder adquisitivo de la moneda para evitar que los -- trabajadores se vean afectados.
- j) Disminución de las tasas de intereses para que las empresas se puedan financiar a tasas reales que les permitan reinvertir y crecer con la adquisición de nuevos activos y tecnología de países altamente desarrollados.

- k) Defender la producción y el empleo en todo el territorio nacional.
- l) Promover y alentar nuevamente la confianza de invertir en el país de manera que se garanticen al máximo los bienes y activos de todos aquellos inversionistas nacionales y extranjeros que encuentran en México un país lleno de oportunidades y recursos por explotar.
- ll) Como punto más importante, consideramos que las autoridades del país deberán fomentar la educación hasta los más altos niveles tanto técnicos como profesionales para de esta manera poder exigir de cada uno de los ciudadanos sus responsabilidades y obligaciones para con la Nación.

## BIBLIOGRAFIA



## BIBLIOGRAFIA

1. Fundamentos de Administración Financiera  
Lawrence J. Gitman  
Ed. Harla. 1974.
2. Teoría General de Sistemas Aplicados  
John P. Van Gigch  
Ed. Harper and Row, Publishers. 1974.
3. Administración Financiera  
Lawrence Schall y Charles W. Haley  
Ed. Mc Graw Hill. 1980.
4. Management (Dirección)  
Koontz O'Donnell Weihrich  
Ed. Internacional Student Edition. 1980.
5. El Mercado de Valores: Una Opción de Financiamiento  
Reynaldo Hernández Bazaldua y Luis Enrique Mercado Sánchez  
Ed. Loera Chávez Hermanos y Compañía. 1984.
6. Financiación Básica de los Negocios. Tomo 1.  
Hunt, Williams, Donaldson  
Ed. UTEHA. 1982.
7. Financiación Básica de los Negocios. Tomo 2  
Hunt, Williams, Donaldson  
Ed. UTEHA. 1982.

8. **Administración Financiera**  
Robert W. Johnson  
Ed. C.E.C.S.A. 1984.
9. **Introducción a la Administración Financiera**  
Ezra Solomón y John J. Pringle  
Ed. Diana Técnico. 1977.
10. **Periódico el Financiero**  
Octubre a noviembre 1985.
11. **Apuntes Finanzas 1**  
Administración de Empresas, 5o. semestre  
Universidad Anáhuac. 1984.
12. **Apuntes Fianzas 2**  
Administración de Empresas, 6o. semestre  
Universidad Anáhuac. 1984.