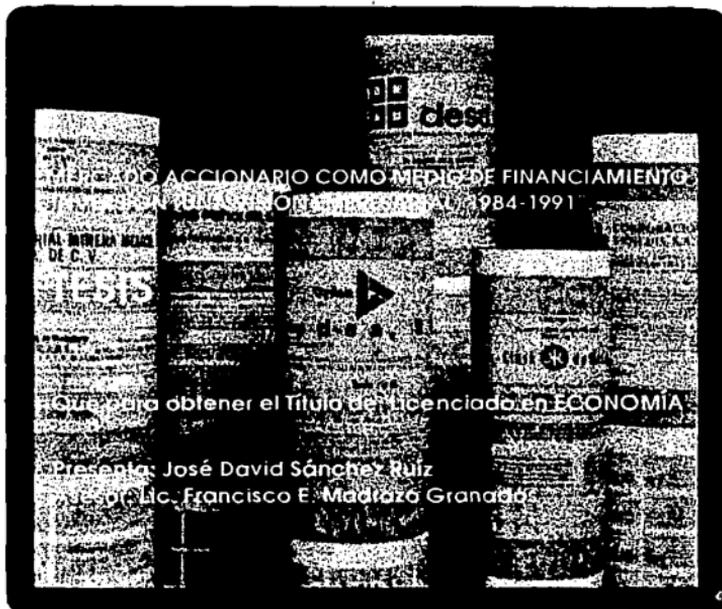


PAGINACIÓN VARIA

Nº 13 B
2 Ejem.

UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO
ESCUELA NACIONAL DE ESTUDIOS PROFESIONALES ACATLÁN



ESTADO DE MEXICO

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN





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.

Un economista maestro, debe ser:

- **Estadista.**
- **Político.**
- **Historiador.**
- **Filósofo.**
- **Matemático.**

Debe entender de números, símbolos, letras y saberse expresar en palabras. Debe estudiar la historia a la luz del presente, para entenderlo y así poder pronosticar el futuro.

Pero un economista maestro debe tener mucho de poeta :

" IMAGINACIÓN "

John M. Keynes 1930

" Gloria a dios en las alturas

y en la tierra paz a los

hombres de buena voluntad. "

A México " Mi Patria y Origen ".

Tierra de grandeza y madre generosa.

A a la Universidad Nacional Autónoma de México.

Que me ha dado la oportunidad de crecer, aprender y formarme dentro de si.

A Ma. del Refugio Ruiz Martínez " Mi Madre ".

Por que al darme la existencia, me has dado al mismo tiempo gran parte y lo mejor de ti.

" Gracias ".

A Albinita Martínez " Mi Abuela ".

Por su apoyo, comprensión y sobre todo por toda su confianza, en la realización de esta meta. Comparto este momento contigo.

" Gracias."

A Rosa, Antonio, Enrique, Manuel, José Luis, y Jesús.

" Mis Hermanos "

Por su apoyo, y por haber compartido conmigo toda una vida.

" Gracias ".

A la familia Martínez Casas.

Por la confianza y apoyo que con tanto cariño han brindado durante nuestra amistad, y en especial a Gerardo, amigo y compañero en grandes momentos.

" Gracias ".

A La Comisión Nacional de Valores

y en especial al **Lic. Sergio Duke de Garay**, por la información y asesoría proporcionada para la elaboración de esta investigación.

" Gracias."

Al Profesor Lic. Francisco Eduardo Madrazo Granados.

Por su tiempo en la asesoría, para la elaboración de esta investigación,

" Gracias."

A los Profesores :

**Lic. Agustín Pérez Aguilera
Lic. Rogelio Sánchez Arrastio
Lic. Luis Ángel Ortiz Palacios**

y en especial a una gran amiga, **Mtra. Teresa López González**, sinodales de examen profesional, por el tiempo que dedicaron en la supervisión de esta investigación.

" Gracias."

A todas las personas que me merecen el título de Amigos.

Acepten este reconocimiento a su indiscutible lealtad y gran cariño.

" Gracias."

**A Armando Vega,
Anastacio Rodríguez,
Agustín Pérez,
Anselmo Moctezuma,
Alejandra García
Rebecca Soto,
Fabiola Velázquez
Laura Silva.**

Grandes amigos que dieron todo de su parte para la elaboración de esta investigación.

"Gracias".

**" MERCADO ACCIONARIO COMO MEDIO DE FINANCIAMIENTO E INVERSIÓN
(UNA VISIÓN EMPRESARIAL) 1984-1991"**

ÍNDICE GENERAL.

Páginas.

INTRODUCCIÓN.

CAPÍTULO 1.

1. EL MERCADO DE VALORES Y LA ECONOMÍA MEXICANA.

1.1. El mercado de valores.	1
1.2. Antecedentes del mercado de valores.	3
1.3. Funciones del mercado de valores en México.	14
1.4. Clasificación y operatividad del mercado de valores.	19
1.5. Desarrollo del mercado de valores en los últimos años.	27
1.6. Apertura económica y financiera.	29
1.7. Marco legal del mercado de valores y algunas modificaciones de actualidad.	32

CAPÍTULO 2.

2. FUENTES DE FINANCIAMIENTO EMPRESARIAL.

- | | |
|---|----|
| 2.1. La empresa, el capital, la inversión y el financiamiento. | 37 |
| 2.2. Principales fuentes de financiamiento empresarial. | 43 |
| 2.2.1. Fuentes de financiamiento a corto plazo. | 44 |
| 2.2.2. Fuentes de financiamiento a largo plazo. | 47 |
| 2.2.3. Financiamiento bursátil a largo plazo. | 51 |

CAPÍTULO 3.

3. MERCADO ACCIONARIO COMO MEDIO DE FINANCIAMIENTO EMPRESARIAL .

- | | |
|---|-----|
| 3.1. Acciones corporativas (renta variable). Emisión de acciones como medio de financiamiento. | 63 |
| 3.2. Clasificación de acciones. | 64 |
| 3.3. Modalidades y formas de emisión accionaria. | 67 |
| 3.4. Mecanismos y tiempos para la emisión de acciones. | 73 |
| 3.5. Ventajas y desventajas de la emisión de acciones. | 80 |
| 3.6. Estructura óptima de capital. Estrategias, efectos y algunas reflexiones teóricas. | 82 |
| 3.7. El costo del capital. | 99 |
| 3.8. Apalancamiento financiero óptimo. | 101 |
| 3.9. Clasificación de las clases empresariales. | 110 |

CAPÍTULO 4.

4. PRINCIPALES OPCIONES DE INVERSIÓN BURSÁTIL EN MÉXICO.

- | | |
|--|-------------|
| 4.1. Algunas consideraciones sobre la inversión, la especulación y el mercado bursátil. | 113. |
| 4.2. Inversiones de renta fija. | 116 |
| 4.3. Inversiones de seguridad o cobertura. | 122 |
| 4.4. Inversiones de renta variable. | 126 |
| 4.5. Clasificación de los distintos tipos de inversionistas. | 132 |

CAPÍTULO 5.

5. ANÁLISIS DE LAS DECISIONES DE INVERSIÓN EN EL MERCADO ACCIONARIO.

- | | |
|--|------------|
| 5.1. El Concepto de análisis y su aplicación en la toma de decisiones de inversión. | 141 |
| 5.2. Análisis fundamental. | 142 |
| 5.3. Análisis técnico. | 166 |
| 5.4. Caso práctico. Análisis fundamental: " Cemex ". | 173 |

CAPÍTULO 6.

- | | |
|--|------------|
| Conclusiones generales y recomendaciones. | 196 |
| ANEXO ESTADÍSTICO. | 199 |
| BIBLIOGRAFÍA. | 200 |

" MERCADO ACCIONARIO COMO MEDIO DE FINANCIAMIENTO E INVERSIÓN (UNA VISIÓN EMPRESARIAL) 1984-1991 "

INTRODUCCIÓN

Los grandes procesos de modernización que se han originado a nivel internacional, manifestados en la constante globalización de la economía mundial, así como, de la actual tendencia de conformar bloques económicos, han sido el origen del rápido proceso de crecimiento y modernización en la economía mexicana, como en las del resto del mundo en los últimos años. Estos cambios implican transformaciones profundas en los métodos tradicionales de trabajo, producción y comercialización, así como, de proposición de estrategias empresariales de mayor eficiencia y dinamismo, que mantengan como principio esencial la máxima calidad competitiva.

En el contexto del actual proceso modernizador y de cambio estructural, es de singular importancia el financiamiento, el cual representa los recursos financieros y materiales para lograrlo. Ello permitirá la óptima integración de nuestros procesos y cadenas productivas, que involucren eficazmente la mayor parte de nuestra plataforma empresarial, la cual en su mayoría corre gran peligro ante la apertura económica, y por tanto, requiere de un fuerte apoyo para garantizar su permanencia y modernización, puesto que hasta la fecha no se le permite el acceso eficiente a las fuentes de recursos, para ello, es indispensable que cuenten con instrumentos y fuentes de financiamiento adecuado a sus necesidades singulares y en los que la emisión accionaria podría ser una opción eficiente para financiarlas y lograr tales propósitos.

Bajo este panorama, las instituciones financieras mexicanas han tenido el reto de desarrollarse y operar en un mercado más eficiente, en el sentido de contar con los instrumentos, mecanismos de operación e instituciones necesarias para distribuir, de la mejor manera posible, los recursos financieros a un menor costo para las unidades productivas que así lo requieran, creando la condición necesaria para que se dé un mayor nivel posible de generación de capital y ahorro financiero que la economía requiere para su crecimiento. Con este panorama corresponde a las empresas mexicanas, en especial aquellas de mayor presencia nacional, hacer más eficientes sus procesos de producción para crecer en un contexto económico más abierto y competitivo, esto es, que se requiere de la eficiencia microeconómica para hacer compatibles las decisiones de ahorro con las de inversión a nivel macroeconómico. Por lo que esta investigación va encaminada por un lado, a mostrar bajo una perspectiva empresarial, la utilidad, efectos, ventajas y desventajas que una empresa incurre al realizar emisiones accionarias para financiar sus actividades, de crecimiento, modernización o expansión - en emisiones primarias- o simplemente para obtener recursos a largo plazo del mercado -en emisiones secundarias- con el objetivo que la empresa optimice sus recursos y oportunidades financieras .

Por otro lado se muestran las características, ventajas y desventajas que el público inversionista debe considerar al decidirse a invertir en la compra de papel accionario, para lo que deberá mantener también una perspectiva empresarial, ya que, como lo considera el maestro Marmolejo :

"Un accionista al decidirse a adquirir acciones, se convierte en socio de la empresa, esto con la calidad que el instrumento que compró le confiera, accionista preferencial o común". (*)

Por ello se deberá considerar una evaluación del desempeño empresarial tanto de la dirección, producción y mercadeo de la empresa emisora en la que se decida invertir, así como también, deberán considerarse los aspectos bursátiles de la acción, ello es, el comportamiento de la acción en el mercado de títulos.

La investigación persigue al mismo tiempo, romper con la tradicional disociación entre la investigación académica con la realidad de las necesidad práctica de información y conocimiento de empresarios e inversionistas, así como, el de abordar un área práctica de trabajo del economista de empresa.

Por tanto, es un estudio que apoye la cultura bursátil y empresarial de la sociedad, dirigiéndose al público inversionista, mostrando algunas técnicas de análisis, utilizadas en el medio bursátil, e invitarlo a participar en él de manera confiable, una vez que se han conocido las técnicas utilizadas, para que se reciba una buena asesoría financiera y se pueda llegar a la mejor toma de decisiones.

De lo anterior se deduce que la presente investigación mantiene como principal objetivo el realizar un análisis del mercado accionario mexicano, desde sus dos funciones esenciales: medio de financiamiento y medio de inversión, desde una perspectiva de utilidad empresarial, dentro del contexto de la actual modernización del mercado de valores, (período de 1984 a 1991).

(*) MARMOLEJO, González Martín. Inversiones. Práctica, metodología, estrategia y filosofía. 6a. Edición. Ed. IMEF. México, 1989. Pág. 477.

En el capítulo primero, se introduce al lector al conocimiento y funcionamiento del mercado de valores, en particular del accionario desde sus dos perspectivas básicas: como medio de financiamiento y como medio de inversión, y hacer de su conocimiento los cambios generados a partir de la iniciativa de modernización del mercado de valores, que mantienen como objetivo la apertura financiera y la mejor regulación y supervisión de las autoridades e intermediarios financieros; identificando sus efectos y repercusiones en el mercado y en la actividad económica del país de manera general.

En el segundo capítulo, se analizan las funciones de la empresa como unidad productiva social, así como, de los principales conceptos que regulan su comportamiento y eficiencia económica. Se da una explicación general sobre las principales fuentes de financiamiento empresarial, considerando sus ventajas y desventajas. Se comprueba la primera hipótesis de esta investigación: Ante el contexto de la modernización del mercado de valores, la emisión accionaria como medio de financiamiento ha resultado ser más eficiente que los medios tradicionales de financiamiento bancario y bursátil.

En el tercer capítulo, se realiza un análisis teórico sobre la emisión accionaria para financiar la empresa; enfatizando las repercusiones internas de la empresa al utilizar diferentes estrategias de financiamiento con papel accionario. Son mostrados los mecanismos (requisitos, trámites y tiempos) que se requieren para que una empresa cotice en bolsa. Por último se abordan de manera general los principios básicos para lograr una estructura óptima de capital - entendida como aquella combinación de activos y pasivos que eleven al máximo el valor contable de la empresa y el de los accionistas comunes -, por consiguiente se explica la metodología utilizada para lograr el grado óptimo de apalancamiento empresarial. Todo ello mantiene como objetivo que el empresario identifique los niveles de seguridad y acceda a la política y estrategia de financiamiento que optimice su empresa.

En el cuarto capítulo, se identifican las ventajas que el mercado accionario posee, a diferencia del resto de opciones de inversión que posee el mercado bursátil mexicano, mostrando al inversionista las características de los instrumentos de inversión con los que se cuenta, manteniendo como objetivo, el que pueda realizar la mejor toma de decisiones de acuerdo a sus intereses, se identifican los diferentes tipos predominantes de inversionistas y como responden e influyen ante el comportamiento del mercado; comprobándose la segunda hipótesis: El mercado accionario ha resultado ser la opción más eficiente y redituable como medio de inversión que el resto de los instrumentos bursátiles del mercado mexicano. Por lo que se pretende comprobar la eficiencia del mercado accionario como medio de inversión ante los instrumentos más importantes y representativos del mercado bursátil.

En el quinto capítulo, se realiza una introducción a la técnica utilizada por el analista bursátil para la selección de instrumentos de inversión (en papel accionario), utilizando el instrumental tradicional: el análisis fundamental y el análisis técnico.

La investigación concluye con un caso práctico de análisis fundamental aplicado a la emisora Cementos Mexicanos S.A., determinando su viabilidad como instrumento de inversión, desde dos dimensiones: primero, en inversión de activos empresariales, ya que al comprar una acción el inversionista se vuelve dueño de una parte de la empresa y deberá estar consciente de las condiciones de la empresa en que va a invertir -visión empresarial- y en un segundo término como una inversión bursátil, refiriendo al comportamiento del título-valor en el mercado.

Para el sexto y último capítulo, se citan las conclusiones y recomendaciones generales, resultado de la investigación.

CAPÍTULO I

I. EL MERCADO DE VALORES Y LA ECONOMÍA MEXICANA

I. I. El Mercado de Valores

Un Mercado, en materia económica, es conocido como un :

Conjunto de mecanismos que facilitan el intercambio de bienes y servicios entre diferentes personas o entidades, que pueden ser denominadas oferentes o demandantes (1).

Por lo tanto, el Mercado de Valores puede ser explicado como un gran mercado donde se ponen en contacto oferentes y demandantes de recursos monetarios. Técnicamente, se encuentra dividido en el Mercado de Dinero y el Mercado de Capitales, además funcionalmente, se precisa como el mecanismo operativo que permite la emisión, colocación y distribución de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e intermediarios a cargo de la Comisión Nacional de Valores (C.N.V.) y aprobados por la Bolsa Mexicana de Valores (B.M.V.) (2). La oferta de este mercado está formada por el conjunto de títulos emitidos por el sector empresarial (Demandantes de Capitales) y adquiridos por el público privado inversionista, ya sean como personas físicas o morales (Oferentes de Capitales). No es estrictamente un lugar físico donde se intercambian productos, sino un ambiente financiero, una *Atmósfera de Negociación Continua* a transacciones constantes bajo las más diversas condiciones.

Constituye una de las diferentes partes del Sistema Financiero Nacional e Internacional, entendiendo éste como: El conjunto orgánico de instituciones que generan, recogen, administran y orientan o dirigen, tanto el ahorro, como la inversión dentro de una unidad político-económica, digamos, un país o una comunidad de países (3).

(1) "Glosario de términos económicos". 2a Edición. Ed. Alethia S.A. México, 1985. Pág. 170.

(2) INSTITUTO MEXICANO DEL MERCADO DE CAPITALES. "Instrumentos y Operación del Mercado de Dinero. Módulo: Mercado de Dinero". Editado por IMMEC. México, 1990. Pág. 2

(3) Ver cuadro No.1 Sistema Financiero Mexicano. Pág. 17

La necesidad de contar con un Mercado de Valores organizado, se encuentra en función directa al crecimiento de la actividad empresarial en un país determinado, y la importancia que tiene la canalización de excedentes de las unidades que generan recursos con calidad de fondos de ahorro hacia las unidades productivas eficientes. Tal actividad ha coadyuvado al desarrollo y crecimiento de la mayoría a de las economías altamente desarrolladas.

1.1.1 Los Valores

Financieramente los valores son:

Documentos (títulos-valor) representativos de un derecho patrimonial el cual está vinculado a la posesión del documento.

Son el medio que permite la movilización de un derecho de propiedad, ya sea sobre bienes muebles o inmuebles. Ello es, que el derecho de propiedad sobre un algo se documenta en un título y que éste es susceptible de ser transferido ya sea por endoso o por simple entrega .

Se precisan instrumentos de inversión para el público inversionista o financiamiento para las empresas, según sea el caso y son emitidos por personas morales bajo determinadas condiciones. Su lanzamiento al público requiere de determinados registros y autorizaciones, principalmente por la Comisión Nacional de Valores (CNV) y la Bolsa Mexicana de Valores (BMV).

Los valores cotizados en Bolsa pueden clasificarse actualmente, atendiendo a diversos criterios :

1) Conforme a la naturaleza de la entidad emisora: públicos (emitidos por instituciones gubernamentales), y privados (emitidos por particulares como personas morales).

2) Conforme a su rendimiento : Clasificados en renta fija (obligan a retribuir a su poseedor un interés periódico constante o flotante, independientemente de cualquier factor eventual) y de renta variable (aquellos cuya retribución se condiciona a los resultados de la empresa emisora y son identificadas o conocidas como acciones).

1. 2. Antecedentes del Mercado de Valores

Los orígenes más remotos de intercambio bursátil se realizaron en los mercados griegos y romanos, en los que se efectuaban transacciones regulares sirviéndoles como marco, los pórticos de forums y basílicas. En esta época destaca en Roma el Colegio Mercatorum.

Hacia fines de la Edad Media, aparecieron nuevos sistemas de producción y en consecuencia de intercambio, de manera que las lonjas o bolsas reemplazaron a las ferias que se celebraban periódicamente y eran el lugar más importante del comercio; sin embargo con el posterior desarrollo de las urbes su eficiencia disminuyó.

En el Siglo XVI apareció una nueva organización de negocios "La Sociedad por Acciones", basada en los gremios que operaban en la primer mitad de la Edad Media. Las primeras Sociedades Anónimas eran grandes compañías organizadas para fomentar el intercambio entre las colonias. Probablemente su principal objetivo fué el de buscar grandes capitales, pues dichas empresas difícilmente podrían ser patrocinadas por una sola persona. Esta forma de sociedad anónima también se aplicó a la banca, los seguros y la navegación. Posteriormente, se adoptó en el siglo XIX para las empresas mercantiles, industriales y mineras.

En un principio el tráfico de valores gubernamentales fué mucho más importante que el accionario. La colocación de los empréstitos gubernamentales fué la función esencial del Mercado de Valores.

España, Francia e Inglaterra, buscando financiamiento para sus programas de expansión colonial, acudieron a la emisión de bonos bastante cuantiosos que se colocaban entre los banqueros de la época. Tales valores gubernamentales se empezaron a negociar entre particulares de manera pública a partir del siglo XVII.

Originalmente, las bolsas no constituían mercados permanentes y las operaciones antes de organizarse como mercado, se efectuaban en las calles de determinado barrio, en el caso de México era la calle de Plateros, hoy día Francisco I. Madero.

a) El Mercado de Valores en México

Las Bolsas de Valores son producto inmediato de la evolución general y manifestación singular del sistema capitalista de producción, por ello, serán analizadas a manera de introducción las condiciones económicas y sociales que hicieron posible en México el surgimiento de la Bolsa Mexicana de Valores.

La anarquía y la intranquilidad social fueron la característica de los dos primeros tercios del siglo pasado. Hacia 1880 en México, las condiciones sociales se hicieron más benignas cuando empezaron a aparecer junto a la explotación feudal de los recursos naturales, las primeras manifestaciones de la producción capitalista, la industria nacional dio sus primeros pasos importantes en las ramas textil, la papelera, minera, vidriera y cervecera, esencialmente.

El mercado interno entonces era sumamente reducido, apenas se concentraba el capital en algunas ciudades importantes del interior. Esto aunado a un sistema de transporte atrasado y una pobreza generalizada en la población, todo ello hacía imposible la generación y concentración de ahorros. La mayor fuente de recursos la constituía el comercio de exportación, puesto que México era un exportador de productos primarios básicamente minerales.

Hasta los últimos años del siglo XIX se inició la construcción de cierta infraestructura, como el de un sistema ferroviario y algunos trabajos portuarios además de realizarse algunos estímulos a la generación de energía eléctrica y fuertes impulsos a la minería aunque casi todas estas actividades eran promovidas por capital extranjero.

En el sistema crediticio se fundaron desde 1864 diversos bancos. Para fines del siglo, se había integrado un sistema bancario que mantenía la función primordial de otorgar créditos al comercio, siendo muy reducidas sus aportaciones a la producción. El crédito público no era tampoco factor de capitalización, debido básicamente a la vigencia de políticas económicas de los principios liberales financieros que impedían el uso del crédito gubernamental para fines de inversión.

Es comprensible que en esas condiciones el factor ahorro era insuficiente para cualquier intento dinamizador de la economía, además de quienes por su posición económica pudieron haber sido importantes inversionistas: se habla de los terratenientes, comerciantes, políticos, etc. quienes preferían usualmente atesorar, especular o invertir en bienes inmuebles o en otras actividades similares y no productivas.

Todas estas condiciones no eran propicias para el desarrollo económico ni mucho menos de un Mercado de Valores, de aquí se explica el porqué de la problemática y poco éxito de las primeras instituciones que se creaban para albergar a los comerciantes de valores.

b) Inicio de las Operaciones Bursátiles :

En 1880 tuvieron lugar las primeras operaciones con valores, efectuadas en local cerrado, cuando empezaron a reunirse inversionistas nacionales y extranjeros en las oficinas de la Compañía Mexicana de Gas, para comerciar con títulos preferentemente mineros.

El alto rendimiento de las acciones mineras despertó el entusiasmo entre el público, por lo que al poco tiempo se incrementó el número de personas que concurrían a tales reuniones. Posteriormente el negocio de la viuda de Genin adquirió vital importancia puesto que era un centro de reunión de personas que asistían para discutir y formular las escrituras de nuevas compañías mineras y ahí mismo eran suscritas las nuevas emisiones de acciones. Las reuniones en este establecimiento concentraron cada vez más personas, gran parte de las cuales llegaron a ejercer en plena calle, actividades similares a las de corredores de cambios.

Con el objeto de regular las operaciones bursátiles un grupo de personas que se habían especializado en el comercio con valores se dio a la labor de crear una organización privada que tuviese la capacidad necesaria y suficiente para facilitar y vigilar las negociaciones con valores. Fue el 31 de octubre de 1894 cuando se constituye la Bolsa de Valores de México, estableciendo sus oficinas en el número 9 de las calles de Plateros hoy Avenida Francisco I. Madero.

Esta Bolsa no formaba parte del sistema crediticio ni del mecanismo de inversión, representaba una institución aislada con una organización incipiente, cuya principal función consistía en poner en contacto de manera eventual a compradores y vendedores de valores.

Dado que los causes normales del ahorro y de inversión eran prácticamente desconocidos, ya que era mínima la oferta de capital a través del Mercado de Valores, esta institución enfrentó serias dificultades, que le condenaron a una vida efímera. Entrando en liquidación en los primeros años del actual siglo. Otra de las razones de este fallido intento, consistía en que el número de valores que se comerciaban en ella eran muy reducidos: en 1897 la Bolsa cotizó en sus pizarras tan sólo tres emisiones públicas y 8 privadas figurando entre éstas últimas las acciones del Banco Nacional de México, las del Banco de Londres y México y las del Banco Internacional Hipotecario, así como, las de la compañía Industrial de Orizaba, Cervecería Moctezuma y Fabricas de Papel San Rafael.

El 4 de Enero de 1907 los miembros de la recién desaparecida sociedad la hicieron renacer bajo el nombre de Bolsa Privada de México, estableciendo sus oficinas en la Compañía de Seguros la Mexicana, que daba al callejón de la Olla. Posteriormente, en agosto de ese mismo año, se transformó en cooperativa limitada. En junio de 1910, cambió su denominación por la Bolsa de Valores de México S.C.L., instalando sus oficinas en lo que actualmente es el número 33 de la calle de Isabel la Católica.

Durante el período revolucionario continuó el auge de las transacciones con los valores mineros. El interés del público se incrementó en las operaciones bursátiles cuando se iniciaron las primeras explotaciones de los campos petroleros, dado que surgieron innumerables compañías que se dedicaban a la misma actividad, muchas de ellas eran de tipo fraudulento y hacían parecer como explotadores de fondos petroleros, ocasionando al mercado graves perjuicios.

Con el auge de las acciones petroleras y mineras, el interés naciente de algunas de las acciones de las industrias mexicanas y de algunas personas que deseaban participar con operaciones de valores mobiliarios, se fundó otra bolsa con el nombre de Bolsa de México; Centro de Corredores e Inversionistas, se instaló en un local de las calles de Palma y que en poco tiempo se disolvió por diferencias de opinión entre dirigentes y dificultades en el manejo de dinero en efectivo. La Bolsa de Valores de México S.C.L. continuó funcionando hasta 1933 se transformó en la Bolsa de Valores de México S.A. de C.V., habiendo sido autorizada para operar como institución auxiliar de crédito (4).

En 1975 se promulgo la ley del Mercado de Valores, estableciéndose así, un marco jurídico idóneo para propiciar y consolidar el desarrollo y la institucionalización del mercado de valores de nuestro país. Apartir de entonces la Bolsa dejó de ser una institución auxiliar de crédito y adquirió autonomía operativa y rango financiero propio. Así mismo se promovió el surgimiento de las Casas de Bolsa como organismos básicos de intermediación, su institucionalización oficial incentivó a estos intermediarios a convertirse de personas físicas a personas morales (sociedades anónimas). Por otro lado, se reestructuró la reglamentación del sistema bursátil (5), permitiéndole a la Comisión Nacional de Valores convertirse en un importante impulsor del Mercado de Valores, así como, en el órgano superior de vigilancia. El 3 de febrero de 1976, la Bolsa de Valores de México cambió su razón social por la actual " Bolsa Mexicana de Valores S.A. de C.V. ".

(4) **BOLSA MEXICANA DE VALORES.** La Bolsa Mexicana de Valores: estructura y funciones. Editada por B. M. V. julio, 1981. Págs. 6, 7 y 8.

(5) El Sistema Bursátil es entendido, como la actividad que realizan la Bolsa, las casas de bolsa, las emisoras y los inversionistas, ésto es, una unidad especializada y de mayor actividad negociadora del sistema financiero nacional.

La crisis económica de 1976 presionó a que los empresarios mexicanos redescubrieran la Bolsa como una excelente alternativa de financiamiento, por lo que se empezó a desarrollar un vigoroso y sólido mercado bursátil.

Es así como, en 1976 la Bolsa comenzó a crear su infraestructura tecnológica a fin de capturar y procesar con exactitud, en un tiempo mínimo, toda la información derivada de las operaciones, disponiendo a partir de esos momentos, de avanzados sistemas de computación y comunicación, producto del mismo crecimiento del mercado.

En 1978 el crecimiento de la Bolsa Mexicana de Valores contra sus propias cifras, fue tal, que superó al de cualquier bolsa del mundo en esos momentos, debido a las condiciones económicas que presentaba el país gracias a las grandes expectativas de la riqueza petrolera recién descubierta. El PIB creció en 8.3%, la inversión también lo hizo en 11.9% en la que la privada superó a la pública y, el mercado de valores comenzó a tener una importancia como medio de financiamiento y de inversión. Aparecieron los Cetes, (ver capítulo 4) instrumentos de gran liquidez y buen rendimiento, para financiar al gobierno federal y la segunda emisión de petrobonos.

1979 y 1980 fueron años buenos de la economía mexicana: el crecimiento del PIB fue de 9.2% y 8.3% respectivamente, la inflación se estabilizó en un 30% y la inversión creció de un 17.5 a 22%. En el ámbito bursátil se cambió el promedio general de precios y cotizaciones por el índice de la Bolsa Mexicana de Valores (6), un indicador de mayor calidad y mucho más veraz que el anterior promedio tipo Dow Jones. Para ese mismo período se dió un alza espectacular en el precio de los metales preciosos, lo que impulsó al mercado, a través de las acciones mineras, a una tendencia alcista. De esta manera, el índice bursátil observó un incremento del 6.31%, lo que en términos reales significó una reducción del -18.08 %, otorgando un rendimiento nominal promedio mensual de 0.76% .

1982 y 1983. En estos años se vislumbró una de las peores crisis que enfrentara la economía mexicana en su historia, se dejaban sentir los efectos del crecimiento desvalanceado y altas expectativas inflacionarias (del 70% en 1980), una fuga de capitales e inició una recesión y crisis de liquidez, se autorizó la formación de sociedades de inversión en el mercado de dinero. Para septiembre, se dió a conocer el decreto en el que se nacionalizaba la banca comercial, salvo el Banco Obrero y el City Bank N.A. Tratando de adoptar una posición defensiva ante la crisis internacional y nacional, se adoptó un control de cambios el preferencial (controlado) y el ordinario (libre).

(6) Índice de precios y cotizaciones de la B.M.V. Es el promedio de una muestra de las 52 acciones más bursátiles del mercado accionario.

El mercado bursátil experimentó un crecimiento impresionante, creciendo de 1,775 puntos (un crecimiento anual de 262%); se fortaleció la emisión de obligaciones quirografarias y se iniciaron las operaciones en bolsa con los BIB'S (Bonos de Indemnización Bancaria).

Para 1984 la economía mexicana continuó su proceso de ajuste: el crecimiento de la producción y del empleo, así como, el resultado de la balanza de pagos fueron mejores que los esperados. Dentro de los fenómenos negativos para este período, el déficit público siguió ajustándose y el año terminó con presiones inflacionarias de consideración.

Cabe recordar que para ese mismo año, junto con la nueva Ley Orgánica del Banco de México, se expidieron: la Ley Reglamentaria del Servicio Público de Banca y Crédito, la Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares de Crédito y la Ley de Sociedades de Inversión, así mismo, fueron objeto de reformas la Ley del Mercado de Valores la Ley General de Instituciones de Seguros y la Ley Federal de Instituciones de Fianzas.

En 1985 la economía creció por segundo año consecutivo, el empleo mostró un crecimiento significativo que continuó la favorable evolución que se había dado el año anterior, apesar de ello aumentó la tendencia descendente de la inflación y se cerró el año con un incremento en el Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) anual de 63.7% comparado con el 59.2% del año anterior.

En lo que respecta al Índice de Precios Accionarios, creció constantemente hasta llegar, en octubre, a un incremento nominal del 32%. De esa forma cerraba el año con un incremento de 177% con respecto al año anterior. En estos momentos el Mercado de Valores seguía con su fuerte proceso de consolidación y se convertía cada vez más en una importante alternativa, tanto para la inversión, como para las empresas que buscaban recursos.

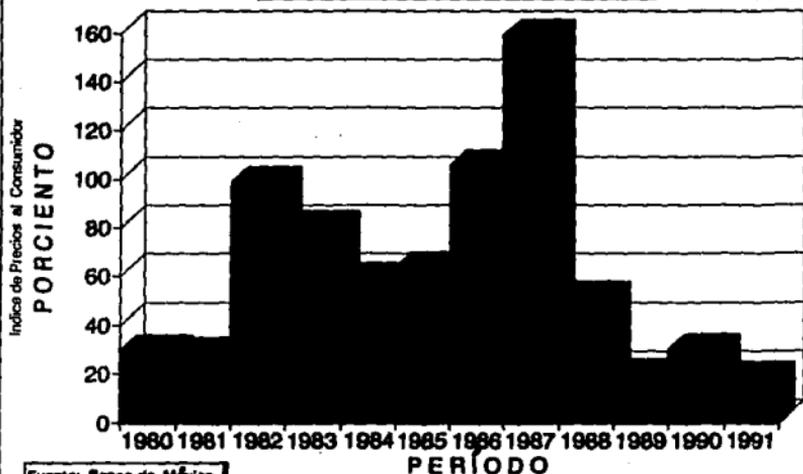
Para entonces, fueron emitidos, por primera vez, los Pagarés de la Tesorería de la Federación (Pagafes) instrumentos denominados en dólares y pagaderos en moneda nacional al tipo de cambio controlado de equilibrio, así mismo, con el objeto de dotar a las empresas de un instrumento adicional extra bancario a corto plazo, se introdujo el pagaré empresarial bursátil.

Durante el primer semestre de 1986 el Índice de Precios Accionario aumentó en 42.9% en términos nominales, con respecto al año anterior, y, al final del año, el índice aumentó de 320.7% a 104.45 % en términos reales, recuperando su valor histórico y máximo al que había llegado en el año de 1979.

La evolución de la economía mexicana fué desigual durante 1987, los primeros nueve meses se caracterizaron porque la actividad económica se recuperó gradualmente y la balanza de pagos se fortaleció por la mejoría en el superávit de las finanzas públicas y el crecimiento de la actividad financiera, principalmente vía mercado de valores, no obstante la persistencia de las presiones inflacionarias alimentó la incertidumbre en los mercados

INFLACIÓN (MÉXICO)

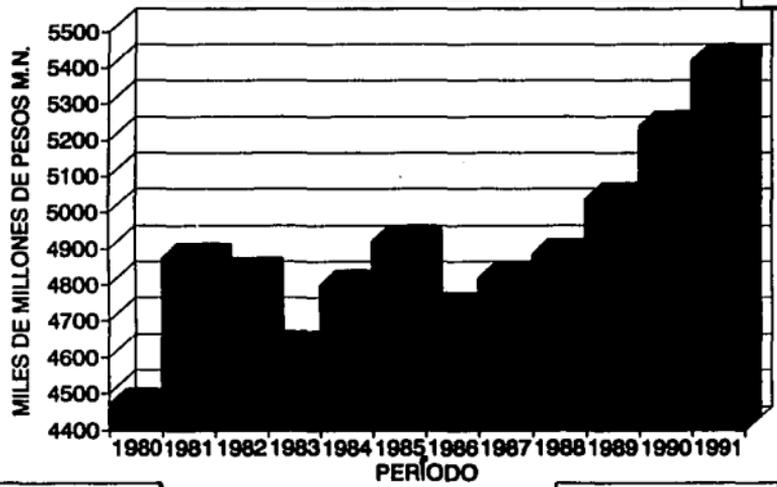
Gráfica 1



Fuente: Banco de México

PRODUCTO INTERNO BRUTO (MÉXICO)

Gráfica 2



Fuente: Banco de México.

Índice Constantes Base: 1980=100

financieros, provocando una disminución en el plazo promedio de la captación del ahorro. En otras palabras, se dio una marcada preferencia por la liquidez.

En el mes de octubre de 1987, los mercados accionarios de diversas partes del mundo concluyeron el auge que habían experimentado a partir de 1985. En dicho período, las bolsas internacionales de los países desarrollados así como, de los nuevos países industrializados, crecieron en promedio 119% en términos de dólares, que equivale a un crecimiento anual del 48%.

Dicho comportamiento se debió, principalmente, al exceso de liquidez, generado por el creciente déficit comercial de los Estados Unidos. En los primeros días del mes de octubre, los resultados desfavorables de la balanza comercial norteamericana crearon un clima de incertidumbre sobre el comportamiento futuro de la economía mundial, lo que provocó la caída abrupta de los mercados accionarios.

Los mercados en materia de saneamiento financiero, enmarcados en un ambiente de euforia internacional, propiciaron que, durante 1987, las acciones del mercado mexicano de valores se revaloraran a un ritmo superior al de los mercados internacionales.

Cabe señalar que la liquidez generada por el incremento en el financiamiento al sector privado; así como el aumento de las reservas internacionales del Banco de México, impactó positivamente en el desempeño del Mercado de Valores. Asimismo, la entrada masiva de pequeños y medianos inversionistas que deseaban grandes ganancias a corto plazo, propició una inclinación hacia la especulación, en lugar de una inversión a mediano y largo plazo.

Otro factor importante, fue la falta de equilibrio entre la oferta y la demanda de acciones, lo que originó una escasez de papel como consecuencia de que las nuevas ofertas públicas no se realizaron con la oportunidad y rapidez deseadas. Además, la existencia de tasas reales negativas, durante algunos períodos, fomentó la inversión en renta variable como una eficaz alternativa para proteger los patrimonios de los inversionistas.

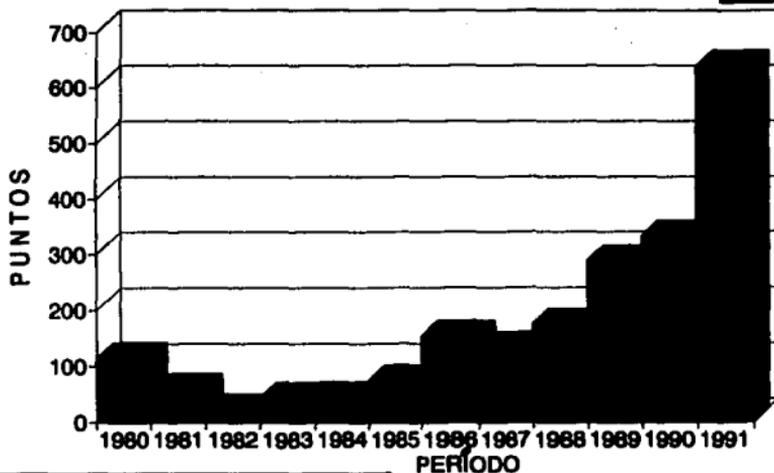
Es de esta forma que, el Índice de Precios y Cotizaciones de la Bolsa, aumentó de enero a septiembre en un 629.37% en términos nominales, y si éste es comparado con el índice máximo observado durante el año, el crecimiento es de 692.4% (7), de esta manera el índice al cierre de este año fue 124% superior al cierre de 1986, pero 17.7% menos que el máximo observado en el año.

Se puede señalar que la capacidad limitada del mercado para absorber la venta masiva de títulos derivada de la ausencia de reglas y normas a inversionistas institucionales sobre la permanencia y obligatoriedad de sus inversiones, no pudo detener la caída.

(7) Se han hecho diferentes comentarios al respecto. El crecimiento explosivo del mercado accionario fue tal, que rebasó la infraestructura con la que contaban las Casas de Bolsa para proporcionar sus servicios a la clientela.

INDICE DE PRECIOS Y COTIZACIONES MERCADO ACCIONARIO (MEXICO)

Gráfica 3



Fuente : Bolsa Mexicana de Valores

Base: 1980=100

Al coincidir el crac bursátil con un período de prepagos de la deuda externa, el mercado cambiario se vio sujeto a fuertes presiones a pesar de que el saldo de la cuenta corriente, de la balanza de pagos, continuaba siendo positivo.

Ante el aumento de las expectativas de inflación, derivado de la crisis cambiaria, se requirió de abandonar, en diciembre, los intentos de controlar gradualmente la inflación, por lo que surgió el PSE (Pacto de Solidaridad Económica), el cual comprendía cuatro puntos básicos:

- Una corrección en las finanzas públicas, que significaría una mejoría adicional en el superávit primario del sector público.
- Acciones en materia crediticia para atenuar la demanda agregada.
- Una mayor apertura de la economía para fortalecer la mejoría estructural del aparato productivo.
- Propiciar la acción reguladora de los precios internacionales y el compromiso concertado de los distintos sectores de la sociedad, para contener el incremento de los precios.

En 1988 el comportamiento de la economía mexicana estuvo determinado por la instrumentación del PSE y la permanencia de una situación externa que se fue haciendo cada vez más desfavorable para el país durante todos los meses de ese año.

Por su parte, el Índice Bursátil, resintió los efectos de la incertidumbre que rodeó el desenvolvimiento de la economía y de la consecuente persistencia de tasas de interés elevadas, en términos reales. En 1988 las cotizaciones presentaban una subvaluación muy substancial, en relación al valor en libros de las empresas. En virtud de las expectativas y de esta subvaluación, el Índice de Precios y Cotizaciones se incrementó en 51.7% en términos reales, en tan sólo dos meses (enero y febrero), sin embargo, en marzo el valor real del Índice disminuyó nuevamente y durante los meses siguientes se mantuvo prácticamente inalterable.

De tal manera, al término de 1988, el índice accionario alcanzó un valor de 1.13%, inferior en términos reales al final de febrero, pero 32% superior al del año anterior. Tal evolución del índice fue resultado de la incertidumbre provocada por factores desfavorables ya mencionados, además por las persistentes tasas de interés elevadas en términos reales.

En 1990 comienza la etapa moderna del Mercado de Valores Mexicano, en la que se redefine la inserción y funcionalidad con la inauguración del centro bursátil, al ámbito nacional e internacional formalmente. Dentro de las características que lo particularizan, se encuentra su modernidad, dinámica y eficiencia, así como la gran capacidad de adaptación estratégica a los cambios que experimenta constantemente el entorno financiero y bursátil internacional, mismos que, posteriormente, serán explicados con mayor profundidad.

1.3. Funciones del Mercado de Valores en México.

Su función esencial es fungir a manera de instrumento que permita la emisión, colocación y distribución de los valores inscritos en el Registro Nacional de Valores, aprobados a su vez, por la Bolsa Mexicana de Valores.

El móvil mediante el cual el mercado de valores realiza sus operaciones es la BMEV (Bolsa Mexicana de Valores), ésta es el núcleo operativo del mercado bursátil de nuestro país y constituye un importante centro de capitalización e inversión dentro del sistema financiero nacional del que forma parte esencial.

La palabra bolsa, etimológicamente, procede del latín BURSA y algunos especialistas afirman que también procede del griego BYRSA traducida como piel fina. Ambas afirmaciones, estrictamente, se complementan porque el origen del concepto bolsa era «en principio parte de la vestimenta de los mercaderes de antiguos que, efectivamente, consistía en una bolsa de piel que les servía para guardar en ella documentos importantes y de valor.

En la actualidad la palabra BOLSAS es empleada en varios sentidos :

- Para expresar un edificio o lugar.
- El conjunto de operaciones de un día determinado.
- Para expresar el estado de las operaciones bursátiles.

Dentro de las muchas funciones que la BMV realiza en la actualidad, están: facilitar la transacción con valores y procurar el desarrollo del mercado.

Por su importancia específica se destacan las siguientes:

- a) Proveer de la infraestructura física, administrativa y tecnológica, para el adecuado funcionamiento del mercado bursátil, en forma regular, cómoda y permanente. En particular los pisos de remate, los sistemas de cómputo y comunicación, los sistemas de emisión y disseminación del material informativo así como las unidades técnico-administrativas.
- b) Establecer y regular los procedimientos y mecanismos que permitan la operación de los distintos tipos de valores e instrumentos en los pisos de remates.
- c) Vigilar que las emisoras, los valores, operaciones y participación de los intermediarios en el piso de remates se ajusten a las disposiciones legales y normativas que regulan la actividad bursátil.
- d) Establecer y regular los procedimientos y mecanismos que permitan la operación de los distintos tipos de valores e instrumentos en los pisos de remates.
- e) Cuidar que los valores inscritos en sus registros satisfagan todas las disposiciones legales correspondientes, ofreciendo un máximo de seguridad a los inversionistas.

- f) Generar y difundir, amplia y oportunamente, toda la información respecto a los factores que intervienen en el Mercado de Valores y las operaciones que se realizan; respondiendo a las necesidades de intermediarios, inversionistas, y público en general.
- g) Realizar el manejo administrativo de las operaciones con valores en cuanto a transferencias, liquidaciones y compensaciones; además de las cuotas y comisiones que se generen.
- h) Colaborar con las autoridades y organismos, tanto nacionales como extranjeros, para la operación de instrumentos e intermediarios mexicanos en los mercados internacionales.
- i) Participar con organismos bursátiles oficiales y privados en el diseño y aplicación de nuevos métodos operativos o instrumentos e intermediarios de inversión que respondan a las necesidades de desarrollo del Mercado de Valores.

Otra de las actividades de mayor importancia del Mercado de Valores es el **ofrecer liquidez**, (8) en base a la facilidad que tienen los valores para ser convertidos en dinero en efectivo (o liquido) permitiendo al inversionista, participar con otros instrumentos de inversión de su interés y/o conveniencia, o bien, para cubrir sus propias necesidades (bajo los motivos de especulación, transacción o precaución) (9).

Los participantes del Mercado de Valores son por su funcionalidad (10):

Entidades Reguladoras (11)

- Secretaría de Hacienda y Crédito Público.
- Banco de México.
- Comisión Nacional Bancaria.
- Comisión Nacional de Valores.

(8) **Liquidez** : La capacidad de obtener dinero para los usos requeridos. A nivel de empresa, se le considera como la capacidad de un activo de tener fácil convertibilidad a dinero en efectivo.

(9) Ver cuadros 1 y 2.

INSTITUTO MEXICANO DEL MERCADO DE CAPITALES. " Curso Instrumentos y Operación del Mercado de Dinero." Módulo: El Mercado de Dinero. Editado por IMMEC. México, 1990. Pág. 3.

(10) **Motivos Keynesianos de preferencia por Dinero.** Serán abordados con mayor profundidad en el capítulo 4.

(11) Por el desarrollo actual de las agrupaciones financieras que incluyen instituciones cuya regulación está determinada por distintas comisiones, se ha hecho necesario constituir el COSIF (Coordinación de Organismos Supervisores del Sistema Financiero Mexicano) cuya función es, entre otras, la de unificar criterios de comisiones sobre aspectos como los riesgos de controladoras de grupos, sobre la forma de evitar conflictos de intereses entre los distintos participantes del grupo y la realización de operaciones o prácticas que afecten la sana operación de algunos de los miembros del grupo o que atenten contra los intereses de éste.

Entidades Operativas:

- Empresas Emisoras
- Las diferentes Casas de Bolsa existentes
- Bancos
- Instituciones de Crédito autorizadas por la SHCP
- Inversionistas
- Sociedades de Inversión

Entidades de Apoyo:

- La Bolsa Mexicana de Valores.
- Instituto para el Depósito de Valores (INDEVAL)
- Asociación mexicana de casas de bolsa
- Instituto mexicano del mercado de capitales.
- Academia mexicana de derecho bursátil.
- Fondo de contingencia.
- Calificadoras de Valores.

Los demandantes de Capital o Dinero pueden ser :

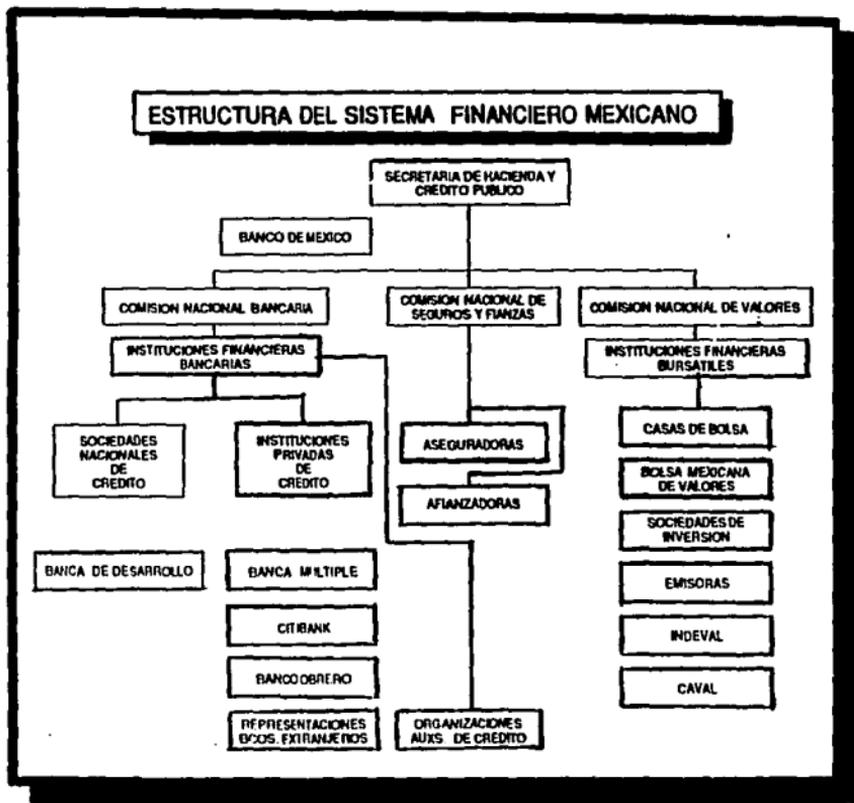
- Empresas emisoras, mediante los títulos-valor emitidos para su financiamiento.
- Gobierno Federal.

Los oferentes de Capital o Dinero pueden ser :

- Público Inversionista, ya sea como personas físicas de altos ingresos o personas morales.
- Tesorerías corporativas.
- Gobierno Federal.
- Sociedades de inversión.
- Fideicomisos.
- Aseguradoras y afianzadoras.

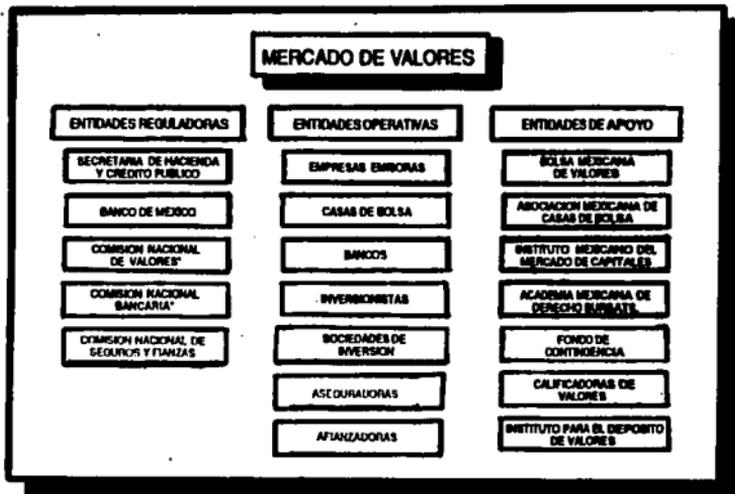
Cabe destacar que en los salones de remates de la Bolsa, se realizan y concentran las transacciones de títulos efectuadas por los intermediarios bursátiles encargados de captar los recursos provenientes de ahorradores e inversionistas mexicanos y extranjeros, y canalizarlos a la compra de una amplia gama de títulos-valor, recursos financieros que responden a las necesidades de financiamiento de las empresas emisoras, instituciones de crédito y organismos gubernamentales.

Cuadro 1.



Fuente: Curso Instrumentos y Operación del Mercado de Dinero. Módulo El Mercado de Dinero
Editado por el IMMEC, México, 1990. Pág 3.

Cuadro 2.



Fuente: Curso Instrumentos y Operación del Mercado de Dinero. Módulo El Mercado de Dinero.

Editado por el IMMEC. México, 1990. Pág.4.

1. 4. Clasificación y operatividad del Mercado de Valores.

Debido a la complejidad y alto grado de especialización del Mercado de Valores hoy en día, se cuenta con la siguiente clasificación, la cual es aceptada convencionalmente, toma como fundamento, los plazos, tasas e instrumentos con los que se cuenta en el medio.

a) Mercado de Dinero

Es definido como el lugar donde se compra y/o se vende dinero o Cuasi Dinero, desde el punto de vista de títulos valor. En él se cotizan instrumentos de renta fija y de realización inmediata. (12)

La demanda la conforman las unidades económicas con excedentes de recursos (tesorerías corporativas o público inversionista de grandes ingresos), canalizándolos a los intermediarios financieros, los que pueden ser bancos o casas de bolsa preferentemente, quienes manejan estos recursos, adquiriendo instrumentos o títulos-valor que permiten a las unidades emisoras financiarse a corto plazo para necesidades corrientes (capital de trabajo para las empresas, y para cubrir los déficit para el sector público o gobierno). Los instrumentos de los que se valen se caracterizan por un alto nivel de seguridad, alta liquidez y rendimientos predeterminados o fijos, regularmente tasas líderes.(13)

Incluye todas las formas de crédito a corto plazo. En el mercado actual, los instrumentos que participan con mayor actividad son de emisión gubernamental: los Certificados de la Tesorería de la Federación (CETES), Los Bonos de la Tesorería de la Federación (TESOBONOS), Los Bonos Ajustables (AJUSTABONOS). De emisión privada: El Papel Comercial en todas sus expresiones, Pagarés a Corto Plazo, Descuentos de Certificados de Tesorería, Certificados de Depósito, etc.

Para otros analistas bursátiles, se precisa como la actividad crediticia que se realiza con operaciones concertadas a corto plazo (14). Las instituciones básicas que lo constituyen son los bancos de depósito y ahorro. Los medios de pago son documentos comerciales a corto plazo como lo serían, pagarés o letras de cambio, todos ellos valores de bajo riesgo, alta liquidez y a corto plazo, consideradas como pasivos o deuda, por parte de quien los emite.

(12) INSTITUTO MEXICANO DEL MERCADO DE CAPITALES. Curso Instrumentos y Operación del Mercado de Dinero. Módulo: Mercado de Dinero Editado por IMMEC. México, 1990. Pág.3.

(13) Tasa Líder, es aquella tasa que por su importancia y su influencia, es determinante en el comportamiento del resto de las tasas del mercado.

(14) Vencimiento a Corto Plazo - menor a un año.-

El Gobierno Federal, también es participe de este mercado, comprando y emitiendo valores, cumpliendo su función mediante la Banca Central (Banco de México o BANXICO), como regulador de la oferta monetaria (fenómeno que le permite, por un lado, el allegarse recursos para financiar sus actividades productivas o déficit como en décadas pasadas, o en un segundo plano, manejar la tasa de interés para regular la liquidez del mercado, con la intención de responder a la política económica federal, así como, el asegurar el mejor desarrollo del mercado y su sana actividad). El instrumento gubernamental de mayor utilidad, a partir de 1980, para las estrategias de política monetaria antes mencionadas, es el CETE.

Funciones :

Su función primordial es satisfacer eficientemente las necesidades de liquidez de la economía en general.

Significa una importante fuente de financiamiento empresarial para la satisfacción de necesidades de cada empresa. La renovación de créditos a corto plazo, permite a las empresas financiar tanto sus necesidades en flujo de efectivo, como su capital de trabajo y algunas otras de carácter permanente, cuando los recursos a largo plazo (en Mercado de Capitales) escasean para la demanda de capital.

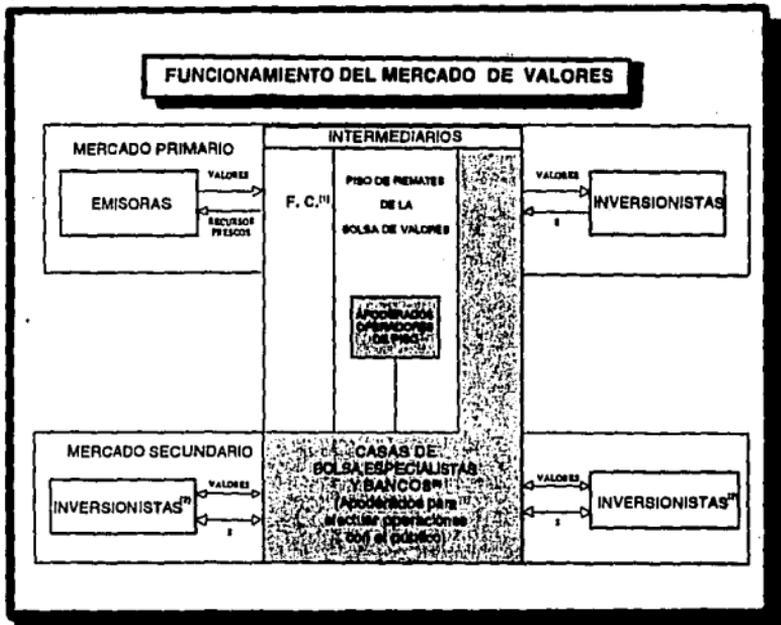
A través de la Bolsa Mexicana de Valores, se pone en contacto a aquellas unidades económicas, con excesos de efectivo, hacia a aquellas que reportan faltantes, de esta manera se promueve un uso más intenso y eficiente de los saldos de efectivo. Los mecanismos de mercado forzan a un uso más intenso de las reservas bancarias y desafían, la habilidad de las instituciones de crédito para distribuir eficientemente los fondos de los que disponen (15).

OFERENTES	DEMANDANTES
<ul style="list-style-type: none"> -Bancos. -Organismos de Desarrollo. -Gobierno. -Empresas. 	<ul style="list-style-type: none"> -Tesorerías de Empresas o Bancos -Sociedades de Inversión. -Fideicomisos. -Personas Físicas.

Los instrumentos que lo caracterizan son desarrollados con mayor profundidad en el capítulo 4.

(15) Ver Cuadro No. 3 esquema de relación mercado primario y secundario. Pág. 21

Cuadro 3.



(1) La colocación primaria de los valores se efectúa por la venta inicial de los mismos por el emisor al seno de funcionamiento corporativo (F.C.) de la casa de bolsa que apoya a dicha empresa en los trámites de autorización del instrumento ante la CNV y la BMV.

(2) En el mercado secundario, los inversionistas se brindan dos veces para facilitar la doble población de comprador y vendedor, situación que puede a ser total o parcial; es decir, un inversionista puede vender algunos de sus valores y con el dinero recuperado, adquirir otros valores, o puede vender su cartera completa, o bien los remeter a la que ya vende.

Fuente: Curso Instrumentos y Operación del Mercado de Dinero. Módulo El Mercado de Dinero.

Editado por el IMMEC. México, 1990 Pág. 5

b) Mercado de Capitales.

Es conocido también como el mercado de créditos a largo plazo, y se define como el punto de concurrencia de fondos o recursos financieros procedentes del ahorro de las personas físicas, empresas o gobierno y demandantes de tales fondos, que pueden ser estos mismos. Tales recursos solicitados son canalizados preferentemente a la adquisición de bienes de capital o activos fijos (16). En este mercado el caudal de ahorros financieros se hace disponible para aquellos que buscan financiamiento a largo plazo, en forma de deuda o de participación patrimonial. Se conforma por un conjunto de oferentes y demandantes a largo plazo, representada por instrumentos de captación y colocación de fuentes de esos plazos. El objetivo es transferir fondos de aquel segmento de la economía que los ofrece, hacia aquel que los demanda. El proceso de transformación es efectuado a través de las diferentes instituciones que componen el Sistema Financiero Nacional, es caracterizado porque las operaciones ahí realizadas son de mediano y largo plazo. El financiamiento que se genera es para la formación de capital fijo, las inversiones en compra de instrumentos son generalmente patrimoniales o especulativas de alto nivel de riesgo. Los rendimientos son variables en las acciones y fijos en obligaciones.

Por el lado de la captación se encuentran los depósitos a plazo fijo, los contratos de mutuo, los certificados financieros, los bonos financieros, bonos y cédulas hipotecarias, certificados de participación, acciones comunes y preferentes. Todos ellos, instrumentos de captación o crédito a más de un año.

El interés por la utilización de créditos aumentará o disminuirá en base al nivel de la tasa de interés cuando éstas sean bajas como sucede en la actualidad, las empresas pedirán más créditos y como consecuencia, sus inversiones se verán incrementadas manifestándose en una ampliación de sus instalaciones y equipos repercutiendo en la generación de más empleos e ingreso nacional. Cuando las tasas sean altas, sucederá lo inverso.

(16) VILLAREAL, A y MEDINA, H. Mercado de Valores. Material de Prácticas Bursátiles. Editado por el IMMEC. México, 1991. Pág. 68.

Las instituciones básicas de este mercado son las Sociedades financieras e hipotecarias que conceden créditos a "largo plazo", así como, también las empresas que concurren para colocar sus instrumentos de financiamiento, consistentes en acciones (17), obligaciones(18), y otros instrumentos bursátiles para ser ofrecidos a los inversionistas. El puente conector de estas actividades es conocido como intermediación financiera (19).

Algunos de sus instrumentos representativos son las acciones, las cuales, son consideradas como inversiones de riesgo o instrumentos de capital de riesgo. En vista de que sus rendimientos quedan en función de la eficiencia y comportamiento de cada empresa emisora, reflejada en sus utilidades de período (renta variable) para las empresas es una fuente de financiamiento ilimitada, ya que no es generadora de deuda al incorporar nuevos accionistas al capital contable o patrimonial y no poseen fecha específica de vencimiento.

Las Obligaciones, al ser instrumentos de renta fija garantizan al comprador del título, la amortización de éste, más una tasa de interés predeterminada al término del plazo, y es deuda emitida por la empresa. El cumplimiento de pago al vencimiento del título, estaría limitado exclusivamente por la insolvencia de la empresa en ese momento.

Para efectos de esta investigación, el mercado de capitales es de primordial importancia, por lo que este tema será desarrollado con mayor profundidad en los capítulos 2 y 3.

(17) Acciones: Títulos-valor que representa una de las partes en que se divide el capital social de una empresa, y es utilizada para acreditar y transmitir la calidad o los derechos del socio. Es una fuente importante de financiamiento, particularidad que será analizada con profundidad en el capítulo 2.

(18) Obligaciones. Deuda pública contraída en forma colectiva por la firma emisora.

(19) Intermediación financiera. Actividad financiera, consistente en interrelacionar los oferentes de dinero o capital con los demandantes o viceversa, realizada por las entidades financieras autorizadas, generalmente bancos o casas de bolsa.

Las barreras entre estos dos primeros tipos de Mercados (de Dinero y Capitales) son sumamente tenues, siendo los factores que interrelacionan ambos mercados :

1) El plazo del crédito negociado es importante, en vista que se encuentra íntimamente relacionado con la oferta y demanda de dinero, dependiendo estas de las previsiones futuras sobre la eficiencia marginal del capital, y en general, de todos los fenómenos económicos y políticos que afectan las perspectivas empresariales y de los negocios.

2) La tasa de interés, es el tipo de rendimiento o dividendo del instrumento que se trate, que se ofrece al público inversionista, ya que la tasa de interés a largo plazo está en relación directa con la eficiencia marginal del capital(20) en tanto que a corto plazo está relacionada básicamente con el factor Costo de Capital(21) y tanto prestatarios como prestamistas, se inclinan más por la influencia de la tasas de interés futura(22) que por la presente.

Lo anterior puede ser sintetizado en el siguiente cuadro, en el que se explican las características particulares de cada mercado, mismas que los diferencian claramente:

(20) Costo de Capital. Se dice comúnmente que es el precio real del dinero y se encuentra influenciada por la tasa de interés del mercado y se relaciona con el costo de oportunidad, para este concepto, tal relación no debe entenderse en operaciones especulativas, sino exclusivamente de carácter productivo.

(21) Eficiencia Marginal del Capital. Es conocida en teoría económica como aquella proporción de ingreso, que resultaría de un incremento de una unidad más en el factor capital (maquinaria, equipo, etc.)

(22) Tasa de Interés. Es entendido, técnicamente, como un porcentaje cobrado al deudor de un capital por unidad de tiempo y monto de capital, en otras palabras, es aquel porcentaje pagado a manera de costo incurrido por el uso del capital ajeno, y sirve como patrón de referencia en determinación de costos de oportunidad.

MERCADO DE DINERO	MERCADO DE CAPITALES
- Operaciones de corto plazo predeterminado.	- Operaciones de mediano y largo plazo.
- Colocación de excedentes de tesorería.	- Financiamiento para formación de capital
- Financiamiento para gastos corrientes.	- Inversiones patrimoniales o especulativas
- Rendimientos predeterminados o fijos.	- Rendimientos variables en acciones y fijos en obligaciones.
- Bajo riesgo y alta liquidez.	- Riesgos significativos en la inversión.

Fuente: NUNEZ, Estrada Hector Rogelio. Mercado de Dinero y Capitales. Ed. PAC S.A. México, 1992. Pág. 141.

Las colocaciones de nuevos títulos pueden ser realizadas en las siguientes modalidades :

En mercado privado :

Parte de la concepción de mercado primario, (ya que consiste en la colocación primaria de instrumentos, pero ofrecidos directa y nominalmente por las empresas entre particulares seleccionados), no se precisa de la intermediación financiera y es, por tanto, una operación directa entre oferente y demandante.

En mercado público :

Generalmente se presenta en el mercado secundario y consiste en la colocación pública de instrumentos, mediante la intermediación financiera. Podrán ser adquiridos por el público inversionista en general, operación que deberá ser realizada en el salón de remates de la BMV y supervisada por las autoridades bursátiles correspondientes.

En mercado primario :

Es el conjunto de compradores iniciales de los nuevos títulos-valor o primera colocación en una esfera netamente productiva, puesto que existe fijación de capital con propósitos productivos.

A nivel económico es el de mayor importancia, puesto que se encuentra constituido por las nuevas colocaciones de títulos-valor en el mercado, esto como resultante del aumento de capital en las empresas. Aportará recursos adicionales para su consolidación, expansión o diversificación de sus activos o sus funciones.

En mercado secundario:

En el se colocan los valores que ya han sido emitidos y cuyo objeto es ofrecer liquidez a sus tenedores, es por tanto, una transferencia de títulos-valor en el ambiente de una esfera especulativa (23).

No es un resultado de incremento de capital como en el caso anterior, sino concesión de partes de capital social en el caso de las Acciones, o adquisición de deuda en el caso de valor de renta fija como las Obligaciones. Por tanto, no son aportados recursos financieros nuevos a las empresas sino que sólo consiste en un cambio de manos en propiedad temporal de los valores que se encuentran en posesión del público inversionista. Asimismo, es donde se concentran y generan las actividades especulativas, en el mayor de los casos, caracterizadas por el manejo de grandes niveles de riesgos.

Para que este sea saludable, debe tener representatividad de la economía en la cual participe, especialmente en la magnitud de los recursos manejados, lo cual sería logrado por la existencia de un mercado primario que se ajuste lo mejor posible a las fluctuaciones y ciclos de la economía. Por ello, ambos mercados (primario y secundario) están íntimamente relacionados y son complementarios entre sí. Por ejemplo, en el caso que los propietarios originales (mercado primario) al vender sus títulos obtienen liquidez, con lo cual pueden comprar nuevos valores (mercado secundario) (24).

(23) Especulación: Relación de movimientos de compra-venta, a efectos de aprovechar los movimientos al alza o a la baja de las cotizaciones y obtener de las mismas ganancias, extraordinarias de capital, es decir, inducir o aprovechar movimientos que permitan comprar lo más barato posible y vender también lo más caro. Se caracteriza por realizarse preferencialmente a corto plazo. **NUÑEZ, Estrada Héctor Rogelio. Mercado de Dinero y Capitales. Ed. PAC S.A. México, 1992. Pág. 41.**

(24) Ver cuadro No. 3 mercado primario y secundario. Pág. 21

1.-5. Desarrollo del mercado de valores en los últimos años.

Los primeros intentos de automatización del Mercado de Valores Nacional se remontan al año de 1976. En vista que surgió un número verdaderamente significativo de instrumentos bursátiles, éste fuerte crecimiento genera la necesidad de mejorar el aparato tecnológico de las instalaciones de la Bolsa, a fin de capturar, procesar y difundir con exactitud y con tiempo mínimo toda la información derivada de las operaciones bursátiles. Fue de esta manera como la BMV (Bolsa Mexicana de Valores) inicio en 1980 la implantación de un avanzado sistema de información denominado Mercado de valores automatizado 2000 (MVA 2000) el cual se conformaba de tres grandes subsistemas:

i) Un amplio y completo banco de datos financieros de las emisoras, con valores inscritos en Bolsa.

ii) Un directorio de emisoras, casas de bolsa y del medio bursátil en general .

iii) La automatización de las operaciones bursátiles que permite transmitir las operaciones en tiempo real y consultar la posición de las emisoras cotizadas en bolsa, además tiene la posibilidad para realizar parte de las operaciones a control remoto.

En el interior de la república, se inició también el sistema de telecomunicaciones, que tiene como objetivo la integración del mercado a nivel nacional.

Guadalajara y Monterrey son las primeras ciudades del interior que se integran al sistema de telecomunicación mediante la instalación en cada una de ellas de un centro bursátil en el cual se recibe la información enviada desde el centro de cómputo de la bolsa de la ciudad de México, para ser discutida vía telefónica a las diferentes casas de bolsa, ubicadas en sus respectivas plazas.

Para 1985, con el temblor ocurrido en la ciudad de México, el antiguo edificio de la Calle de Isabel la Católica se vió sumamente dañado, por lo que la Bolsa de Valores tuvo que ser trasladada al nuevo edificio de la Avenida del Paseo de la Reforma, conocido actualmente como el Centro Bursátil. Lo que lo hace particular es la modernización de diferentes elementos que lo constituyen operación, legislación, tecnología e internacionalización. Posteriormente se explicará con mayor detalle.

Las innovaciones tecnológicas que caracterizan a la nueva sede ubicada en la Avenida Paseo de la Reforma, y que dinamizan la operatividad en las actividades cotidianas de supervisión, contratación, comunicación, seguridad, servicios y transacción de valores. De las instalaciones encargadas de apoyar las distintas áreas de especialización se destacan (24):

- El centro de cómputo que responde a las necesidades de registro, automatización de procesos y telecomunicaciones. Para ello se cuenta con un equipo Tadem VLX de operación continua y alto nivel de conectividad, actuando con lenguajes de cuarta generación y comportamiento de bases de datos racionales.

El Sistema Integral de Valores Automatizado (SIVA) cubre los subsistemas de :

- * Mercado de capitales.
- * Mercado de dinero.
- * Índice de Precios y Cotizaciones.
- * Operaciones de casas de bolsa con clientes.
- * Información financiera.
- * Compensación de títulos.
- * Liquidación financiera
- * Monitoreo de salones de remates.
- * Banxico.
- * Ineval.
- * Sociedades de inversión
- * Base de datos históricas y series estadísticas.

- Sistema de Información Financiera Computarizada (SIFIC). El cual es alimentado con la información que periódicamente generan las empresas emisoras.

- Sistema de Alerta Bursátil (S A S) que interactúa con el SIVA. Permite detectar comportamientos irregulares, respecto a parámetros definidos por los tipos de valores y derivados de la historia particular de cada emisora.

- Los salones de remates, para utilidad del Mercado de Capitales y del Mercado Dinero, se apoyan en un sistema electrónico de gran rapidez y alta confiabilidad, para el registro e información inmediata de las operaciones, conectados a una extensa red de transmisión a tiempo real interno y externo, además, se cuenta con monitores y bandas de información luminosa (Tikers), que proporcionan datos complementarios respecto a cotizaciones internacionales y demás apoyos para los operadores de piso.

(24) BOLSA MEXICANA DE VALORES. Bolsa Mexicana de Valores. Editado por la Bolsa Mexicana de Valores. Folleto informativo. México, 1990. Pág. 5.

- Para seguridad y mejor desarrollo de las actividades bursátiles, la Comisión Nacional de Valores ha instrumentado un sistema de inspección automatizado y otro de monitoreo de operaciones, a través del cual se realiza la observación constante y seguimiento del registro de operaciones en la bolsa. Todo esto como parte de su función de vigilancia integral en el mercado. El sistema de monitoreo cuenta con mecanismos automáticos de alarma para detectar situaciones irregulares, y de manera inmediata, estar en condiciones de tomar las medidas correctivas necesarias.

Permite además, captar, almacenar y procesar cada una de las operaciones en el momento en que es generada en el piso de remates. Fortalece, por tanto, el control y vigilancia de las actividades, con alto grado de seguridad.

1.6. Apertura económica y financiera.

Las profundas transformaciones experimentadas tanto por la economía nacional, como por el ámbito financiero internacional, han generado una redefinición de las relaciones que refieren, tanto la captación como el flujo de recursos financieros, los cuales, (con una estrategia que asegure canalizarlos eficientemente a nuestras unidades productivas, así como, a los proyectos de infraestructura), permitirán reincorporar nuestra economía nuevamente al camino del desarrollo y crecimiento, pero ahora integrada plenamente a las tendencias globalizadoras a nivel internacional.

La iniciativa para la modernización y apertura financiera nacional es tomada por el gobierno salinista en el plan nacional de desarrollo 1989-1994. Apartir del incumplimiento del anterior plan (1984-1988) y a raíz de los grandes cambios que a nivel nacional e internacional ha experimentado el sistema financiero, como lo son el surgimiento y la importancia de nuevos intermediarios financieros de alta especialización, además del el gran nivel de integración alcanzada por los mercados financieros del exterior, ya que la importancia que reviste el Mercado de Valores como instrumento de política económica, se inscribe en la etapa de transición institucional que vive nuestro país en la actualidad para reecontrar el camino del verdadero crecimiento y desarrollo, o cuando menos intentarlo.

La intención de lo anterior es el incrementar la captación del ahorro interno y canalizarlo con eficiencia y oportunidades del sistema productivo.

Los objetivos que persigue el Plan Nacional de Desarrollo 1989-1994 pueden definirse en tres objetivos (25):

- Estabilización continua de la economía (estabilidad de precios), reduciendo la inflación a niveles comparables a las de nuestros futuros socios comerciales: Estados Unidos y Canadá.
- La ampliación de la disponibilidad de recursos para la inversión productiva.
- Lograr una eficiente modernización económica, adoptando las estructuras económicas, a las cambiantes condiciones por las que atraviesa el país y las tendencias de la economía internacional.

En materia de modernización del sistema financiero se plantea:

- 1) Aumentar la eficiencia operativa y la autonomía de gestión en la banca (26).
- 2) Garantizar el eficiente funcionamiento de los mercados financieros del país. Para ello, se revisaría el marco jurídico de las instituciones de seguros y fianzas, Mercado de Valores y el resto de los intermediarios financieros.
- 3) Lograr la mejor complementariedad entre los distintos intermediarios financieros, permitiendo una mejor articulación en las funciones que desarrollan cada uno de ellos dentro del sistema financiero nacional.
- 4) Lograr la consolidación del mercado de capitales para que coincida con los intereses y necesidades de la inversión productiva que demande nuestra economía.

El proceso de reforma financiera es parte importante de la estrategia de la actual política económica salinista, que indudablemente persigue realizar el cambio estructural de la economía nacional, y aunque ésta no se ha consolidado, sí ha dado grandes pasos para su realización integrándonos con mayor eficiencia y competitividad a los mercados exteriores enfrentando el proceso indiscutible de la globalización internacional.

(25) SECRETARÍA DE PROGRAMACIÓN Y PRESUPUESTO. Plan Nacional de desarrollo 1989-1994. Editado por el Poder Ejecutivo Federal de los Estados Unidos Mexicanos. SPP. México, 1989.

(26) Objetivo llevado a su extremo, ya que tal autonomía, finalizó en una desincorporación del sector público una vez iniciada la re privatización bancaria.

El proceso de liberación financiera contempla el logro de los siguientes objetivos :

- Primero, lograr una confiable estabilidad macroeconómica, ya que, el contar con ella es una condición importante, pues, sería de gran dificultad el tratar de estimular cualquier proceso de liberación en cualquier rubro económico, (llámese comercial o financiero) el que generaría la confianza a largo plazo, así como las perspectivas de ganancia para la inversión productiva, con la cual se espera reactivar un crecimiento sostenido.

Se precisa por tanto, eliminar los topes en el control de las tasas de interés y dejar que las fuerzas de oferta y demanda fijen su nivel de manera natural, eliminando las tasas preferenciales y los subsidios financieros, para no afectar los presupuestos públicos, que deberán ser controlados eficientemente.

- Segundo, reducir o eliminar, en la mayoría de los casos la asignación selectiva de los créditos y dejar que los intermediarios canalicen los recursos a aquellas entidades productivas que mejor convengan a sus intereses.

Lo que resulta preocupante es la futura situación de varios de los sectores antes considerados prioritarios como lo son vivienda, mediana y pequeña industria, y en particular, el agrícola, donde las oportunidades de la recuperación de la inversión a corto o mediano plazo son poco optimistas.

- Tercero, el fortalecimiento institucional en distintos aspectos; autonomía de gestión, capitalización adecuada, de las instituciones, mejor supervisión en la calidad de los activos manejados por los bancos, etc.

- Cuarto, apertura financiera al exterior. La cual es preciso realizar en el momento indicado, en que se cuente con un ambiente macroeconómico estable y se haya desregulado, lo suficiente, la actividad financiera. Es entendida como una etapa ulterior de la apertura financiera y ésta a su vez, parte del proceso general de reforma financiera. En los últimos años, se ha dado un aumento fenomenal en las corrientes financieras, a través de nuestras fronteras y de la participación extranjera en los mercados nacionales. La misma creación de los mercados extra territoriales ha reforzado las tendencias a la desreglamentación en los mercados nacionales.

En México el proceso de reforma económica se ha venido consolidando con el nuevo papel, la actitud del estado mexicano (casi totalmente desincorporado), el control de su déficit presupuestal, etc. En lo referente a la apertura comercial, también se ha avanzado, ya que es ahora una de las economías más abiertas del mundo, y a juicio personal en exceso. En materia financiera, los avances se manifiestan en la liberación de las tasas de interés y limitación en los controles selectivos del crédito. Estamos en un proceso en el cual se le está dando mayor énfasis al fortalecimiento institucional dentro del sector financiero.

Con relación a la supervisión financiera, valores y seguros, se han quedado un tanto rezagados respecto al acelerado nivel de liberación, salvo el bancario, al cual le falta una mayor madurez, ya que, con la conformación de los grupos financieros o conglomerados financieros como son conocidos en el exterior, los nuevos dueños (financieros de casas de bolsa) no han aprendido a utilizarlos totalmente. Además, su función con otros intermediarios financieros no ha quedado totalmente definida. Por otro lado, a nivel internacional, poseen uno de los coeficientes más altos en cuanto a empleados por sucursal. Por último es uno de los sistemas bancarios más concentrados del mundo ya que tan sólo tres instituciones controlan alrededor del setenta por ciento de los activos totales bancarios del país.

El surgimiento y apoyo a los intermediarios financieros es un importante intento por evitar la segmentación del sistema financiero, permitiendo la oferta de toda la gama de servicios financieros, de modo que sean más competitivos en materia financiera ante la presencia de la competitividad del exterior.

1.7. Marco legal del mercado de valores y algunas modificaciones de actualidad.

Con el objetivo de que el empresario, tanto como el inversionista, puedan desempeñar un eficiente aprovechamiento del Mercado de Valores movilidad y auto protección, es preciso que posea un conocimiento general cuando menos de su marco legal, esto en cuanto a su regulación, legislación, reglamentos y autoridades.

Para este conocimiento, son referidas a grosso modo sus principales modificaciones, la mayor parte de ellas ocurridas apartir de 1989. Mantienen como premisas, la internacionalización de la actividad bursátil, la autorregulación del mercado en función de su sano desarrollo, la simplificación administrativa y la formación de los grupos o conglomerados financieros bancarios. A su vez se establecen otras disposiciones para facilitar la modernización y fortalecimiento del Mercado de Valores Mexicano. Todo ello por la necesidad de conformar una economía más competitiva y eficiente(27), (iniciativa surgida formalmente el Plan Nacional de Desarrollo 1989-1994) (28).

(27) Tal eficiencia, significa márgenes estrechos de intermediación del crédito, mercados de dinero y de capitales conducentes a una buena asignación de los recursos disponibles para la ampliación de la capacidad productiva nacional.

(28) SECRETARIA DE PROGRAMACIÓN Y PRESUPUESTO Plan Nacional de Desarrollo 1989-1994. Editado por SPP. Poder Ejecutivo Federal de los Estados Unidos Mexicanos. México, 1989.

Ley de Sociedades de Inversión :

Fue publicada en el año de 1950 y sus objetivos son fomentar el desarrollo interno mediante la modernización de los mecanismos para el acceso al mercado del pequeño y mediano inversionista, la democratización del capital empresarial, así como, su contribución al financiamiento de la planta productiva del país y la regulación de las condiciones para que el inversionista en general tenga un mínimo riesgo, alta liquidez y la mayor rentabilidad posible. Para ello, fue reglamentada tal disposición dividida en siete capítulos que especifican las características, requisitos, y obligaciones de las diferentes sociedades de inversión existentes.

Reglamento de la Bolsa Mexicana de Valores.

Este, consta de seis apartados, iniciando con las disposiciones generales y con los derechos y obligaciones de los miembros de la bolsa. En el título se dictan los lineamientos para realizar las operaciones bursátiles, así como aquellas sujetas a arreglos especiales marcándose las reglas a seguir en cuanto al horario de la sesión y su vigilancia.

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

El nuevo reglamento fue publicado el 16 de Mayo de 1989, y con él se da un incentivo importante a la inversión extranjera, creando certidumbre al inversionista sobre los criterios y condiciones que deben reunir para poder invertir en nuestro país. Tal reglamento mantiene como principal objetivo mejorar las condiciones regulatorias para incrementar la competitividad de México frente a otros países, México se encuentra en un agudo proceso de modernización en forma creciente la inversión extranjera para complementar así su ahorro.

Ley de Sociedades de Crédito.

Con el fin de encontrar mayor competitividad y eficiencia ante los marcos financieros internacionales, el sistema financiero mexicano se reestructuró internamente en julio de 1990, efectuándose modificaciones a la ley, a través de acciones de reglamentación y simplificación, así como la expedición de varias leyes que tratan de manera particular a cada integrante del sector financiero. En este sentido, se autorizó la inversión extranjera directa en ciertos sectores de la economía mexicana.

En las empresas de seguros y fianzas, el límite es de 49% ; en las sociedades nacionales de crédito (Banca exclusivamente comercial) les es permitido emitir acciones "Neutras C" hasta en un 30 %. Con estas reformas se busca otorgar las mayores facilidades y seguridad al capital extranjero, para que realice inversiones en nuestro país.

Ley para Regular las Agrupaciones Financieras.

Esta ley fué creada el 18 de julio de 1990, con el fin de alcanzar una mayor modernización y productividad, además de mejorar la captación de los recursos a nivel nacional e internacional, por lo que se reglamentan los grupos financieros privados los cuales están integrados, en primera instancia, por una sociedad controladora y por las siguientes entidades financieras: casas de bolsa, casas de cambio, almacenes generales de depósito, arrendadoras financieras, empresas de factoraje financiero, instituciones de banca múltiple, instituciones de fianzas, instituciones de seguros y operadoras de sociedades de inversión.

En estos grupos, a los extranjeros les es permitido invertir, adquiriendo acciones de tipo "C", hasta por un 30% , excluyendo al gobierno o dependencias oficiales extranjeras. Mantiene como objetivo el dar pauta a la conformación de conglomerados financieros, o como son conocidos en México, Grupos Financieros con capital preferentemente nacional, bajo una política proteccionista que fomente y asegure su consolidación.

La estrategia tomada permitirá la organización de economías de escala en beneficio de los usuarios de los diferentes servicios, a través de organizaciones con la capacidad, cobertura y recursos suficientes para competir a nivel doméstico e internacional (29).

Ley del Mercado de Valores:

Desde su expedición en 1975 no había tenido reformas ni modificaciones de tanta trascendencia, como las decretadas por el ejecutivo Federal en Diciembre de 1989 y publicadas por el Diario Oficial el 4 de Enero de 1990. De la reforma que adiciona y deroga diversas disposiciones de la Ley del Mercado de Valores (30). Haciendo un gran ejercicio de simplificación, se considera que sobresalen en esencia los siguientes puntos :

- i) Existe un marcado énfasis por incrementar la fuerza de la regulación, seguimiento y vigilancia por parte de las autoridades, y la autorregulación por parte de los agentes que intervienen en el mercado. Se toma la decisión de dividir atribuciones de la comisión nacional bancaria de seguros y fianzas quedando ésta dividida en la comisión nacional bancaria, comisión nacional de seguros y fianzas, y comisión nacional de valores, la que regula y supervisa el mercado de valores.
- ii) Se reconoce, y por tanto se fomenta, la formación de los grupos financieros no bancarios que pueden ser constituidos con por lo menos tres intermediarios financieros, los siguientes: casas de bolsa, almacenes generales de depósito, arrendadoras financieras, casas de cambio, empresas de factoraje financiero e instituciones de fianzas, y de seguros.
- iii) Se privilegia en las reformas de simplificación administrativa.

(29) COMISIÓN NACIONAL DE VALORES. Carpeta México. Editada por Comisión Nacional de Valores SHCP. México 1991, Pág. 72.

(30) COMISIÓN NACIONAL DE VALORES. Ley del Mercado de Valores. Editada por la Comisión Nacional de Valores. Publicada por el Diario Oficial de la Federación. 4 enero 1990.

Sobre el primer punto, lo que ha sido más discutido y difundido, desde su publicación oficial, es la necesidad de que los agentes participantes en el Mercado de Valores y financieros en general, se impongan una suerte de autoregulación donde el primer filtro en las actividades consideradas como ilícitas por la legislación, provengan de los mismos participantes directos: intermediarios, inversionistas, y autoridades. Así, las autoridades y representantes de inversionistas, deberán jugar un papel más activo en el control y supervisión de las acciones propias de sus agremiados.

De la misma forma, la autoridad (en este caso representada por la Comisión Nacional de Valores), derivarán lo principal de sus actividades más hacia lo creativo que hacia la intervención, más hacia la regulación que hacia el arbitraje, más hacia la vigilancia y el monitoreo que hacia la sanción. Es decir, más prevención que larvento, "la autoridad del Mercado de Valores tiene hoy estatura y capacidad para influir en el futuro del mercado" y ello es certidumbre y seguridad para el mercado en general.

Es donde destacan dos puntos interesantes: el manejo de información privilegiada y la relación de las casa de bolsa con sus clientes.

Sobre lo primero, los artículos del 16-B al 16-C, sobre la regulación para el manejo de la información privilegiada, permitirán que los agentes intervengan en los mercados en igualdad de condiciones. Aunque habría que poner énfasis en que se difunda de manera clara, oportuna y suficiente y, aun, con independencia de criterios, es obvio que el inversionista mediano y pequeño está subinformado.

Se establece que quienes por su cargo o vínculos con emisoras o intermediarios financieros, tienen acceso a la información privilegiada, se les impone la obligación de abstenerse de operar con valores de la emisora con la que se encuentren relacionados. Del mismo modo, los funcionarios que laboran o se relacionan con el Mercado de Valores no pueden invertir directamente en el Mercado Bursátil, salvo que lo hagan a través de fideicomisos o directamente en acciones de sociedades de inversión.

Las sanciones introducidas permitirán entablar querrelas a título personal y utilizando árbitros privados aprobados por la comisión. Es decir, la CNV (Comisión Nacional de Valores) se retira de su función de árbitro.

En otro aspecto, se formaliza la sección especial del Registro Nacional de Valores que abre amplias posibilidades a la internacionalización de los documentos de empresas mexicanas. El valor de los títulos de las empresas del país ya no dependerá solamente del mercado nacional sino del valor que alcance en otros mercados internacionales. Comprende medidas para atraer recursos externos al mercado de valores, así como de captación directa de recursos en mercados internacionales. Entre éstas destacan:

- La rehabilitación de las operaciones de arbitraje internacional con valores, autorizando su realización a 13 casas de bolsa.
- La autorización para constituir sucursales de casas de bolsa en el extranjero, las cuales hasta hoy suman 8.
- Incorporación de la posibilidad que las casas de bolsa puedan operar en el extranjero con valores inscritos en una sección del Registro Nacional de Valores e Intermediarios.

Lo anterior, refiere los deberes y derechos de las casas de bolsa y de los clientes. Las reformas introducidas permiten, por tanto, una mayor precisión y claridad en la relación, dado que ahora, sí queda por escrito la forma en que los intermediarios recibirán las ordenes para el manejo de valores y sobre los requisitos de sus registros.

Es un hecho innegable el gran avance alcanzado en materia de marco legal que rige a las actividades del mercado de valores, sin embargo, es preciso reconocer que aún hay temas que requieren de mayor análisis y profundidad.

Bajo un contexto financiero y eficiencia empresarial, es preciso que la ley sea adecuada al momento histórico y que busque en su constante perfeccionamiento el sentar las bases y permitir lograr mayores niveles de desarrollo y bienestar.

2. FUENTES DE FINANCIAMIENTO EMPRESARIAL

2.1. La empresa, el capital, el financiamiento y la inversión.

a) La empresa.

La empresa al ser una célula económica y social básica, puede ser estudiada por diferentes disciplinas científicas: sociológicos, jurídicos y económicos. Desde el punto de vista económico, que es el de interés para esta investigación, la empresa puede ser definida como:

Un conjunto de factores productivos coordinados, cuya función es producir y cuya finalidad está determinada por el sistema de organización social y económica en el que se halle inmersa (30).

En el sistema capitalista o de mercado, predominante en nuestro país, el fin de la empresa ha perseguido tradicionalmente la búsqueda y obtención del máximo beneficio, mientras que en los países que conformaron alguna vez el bloque socialista predominaba la planificación centralista, el fin de la empresa se hallaba limitado exclusivamente en el cumplimiento de los objetivos que se les especificaban en un plan general (31), de carácter regional o nacional, sin embargo ambos sistemas bajo un objetivo social, coinciden en la búsqueda del mejoramiento de vida del país que se trate.

(30) Ed. ALETHIA. Glosario de Términos Económicos. Ed. Alethia. México, 1985. Pág. 95.

(31) Generalmente llamados planes quinquenales caracterizados en el período Stalinista en los que se mantenía como principal objetivo la industrialización de lo que fue la URSS.

b) La inversión.

Tanto en México como en el resto de las economías de mercado toda empresa nace para hacer frente a una demanda insatisfecha, ahora bien, para hacer frente y satisfacer a esa demanda se requiere de la realización de inversiones, sean estas en maquinarias y equipos, naves industriales, activos circulantes, etc.

El concepto de Inversión es uno de los conceptos más difíciles de delimitar. Para los objetivos de análisis y para esta parte de la investigación entenderemos como inversión la idea comúnmente aceptada:

La aportación de recursos para obtener un beneficio futuro (32).

Lo anterior puede ser entendido en dos sentidos, como una inversión real o una inversión financiera (33). La primera es realizada en activos tocables o tangibles. En caso de una empresa son todos sus activos y/o materiales y máquinas de trabajo. Por otro lado, la inversión financiera la constituyen aquellos excedentes o sobrantes de las operaciones del negocio, la relación entre estas dos concepciones radica en que al momento de realizar los excedentes financieros (en líquido o efectivo), se convertirán en inversiones reales o tangibles (ésto generalmente en la actividad empresarial, que es el enfoque de interés).

(32) HEYMAN, Timothy. *Inversión contra Inflación*. 3a. Edición. Ed. Milenio. México, 1990 Pág. 21

(33) Una aclaración importante: Apartir de este momento se asimilará el concepto inversión, desde una perspectiva de uso empresarial (financiamiento), que corresponde a la primera concepción, posteriormente en la segunda parte de la investigación, consideraremos el segundo enfoque, correspondiente a la aplicación de excedentes (generadas por el ahorro) no a activos comunes o tangibles sino a títulos-valor, ello es una perspectiva de inversionistas financieros, no empresariales, como en éste caso.

El concepto de inversión encuentra estrecha relación con el concepto de capital y no es posible hablar de ellos separadamente, ya que la inversión en términos más especializados es: "formación o incremento neto de capital".

Por ello la inversión realizada en un determinado período de tiempo viene dada por la diferencia entre el Stock de capital existente al final y al comienzo de un determinado período de tiempo, cuando tal diferencia es positiva existe formación o inversión de capital y cuando es negativa hay desinversión o consumo de capital (34). Se deduce, por tanto, que al hablar del concepto de capital debemos de referir la idea de "Stock". Mientras que el concepto de inversión lo debemos de manejar con el concepto de "Flujo". Es preciso considerar estas reflexiones ya que serán de utilidad más adelante.

Sucede que, dichas inversiones no pueden realizarse si no se cuenta con recursos financieros, sabemos que toda empresa cuenta con un presupuesto de capital, entendido como capital propio o capital patrimonial, aportado por los accionistas o dueños, más la capacidad crediticia considerada como la capacidad de endeudamiento de la empresa, que se entiende como la principal limitante de las posibilidades de inversión de la empresa. Por tanto, es obvio el deducir que el empresario no podrá realizar aquel nivel de inversión que exceda su presupuesto de capital, y por tanto deberá de conocer de manera real y eficiente su propio presupuesto de capital para optimizar su inversión y actividad empresarial.

Para la realización de los anteriores objetivos debemos partir del concepto de formación de capital, elemento esencial para impulsar el crecimiento y desarrollo de la actividad económica en todo sistema económico de producción existente.

La premisa de toda iniciativa productiva en un sistema económico, es sin duda alguna, la generación o formación de capital: origen y génesis de la actividad empresarial.

c) El capital.

En términos financieros, el capital es entendido, como toda suma de dinero que no ha sido consumida por su propietario, sino que ha sido ahorrada y colocada en el mercado financiero con la esperanza de obtener una renta posterior.

(34) No necesariamente es pérdida de capital, habría que analizar casos específicos.

Desde un punto de vista económico, es considerado, simplemente, como aquel conjunto de bienes que sirven para consumir otros bienes, se incluyen dentro del concepto, a un conjunto de bienes sumamente heterogéneos: terrenos, edificios, maquinaria, patentes, etc. Todos aquellos elementos que forman parte de los activos de una empresa, por tanto, representa un valor permanente susceptible de emplearse como medio de producción. Otros economistas en una definición más general, lo entienden como cualquier medio que permite producir bienes o servicios.

En el proceso económico y en el productivo, en especial, el capital se encuentra en dos formas: como dinero o como stock de capital.

- El dinero es una mercancía que representa la forma o manifestación inicial del capital, a través del cual se pueden comprar los bienes de producción.

- El stock de capital consiste en todos los bienes durables que intervienen en el proceso productivo como podrían ser: máquinas, inventarios, nave industrial, etc.

El ahorro es la principal fuente y origen de lo que se conoce como formación de capital, por lo que es vital para la economía el que sea canalizado de una manera ordenada y regular, a manera de financiamiento hacia las empresas que lo requieran y lo utilicen como inversión productiva, que se realice la canalización de los excedentes de las unidades ahorradoras (o familias) hacia las unidades productivas (o empresas) que lo requieran.

Se identifican teóricamente dos formas en que se realizará dicha canalización (36):

I) Individuos que al comprar valores emitidos por empresas (acciones, por ejemplo) permitirán que utilicen esos recursos para comprar bienes de inversión.

II) Aquellos individuos que depositan los recursos excedentes de sus ingresos corrientes en los bancos, permitirán que cuenten con recursos para otorgar préstamos a las empresas para financiar su desarrollo.

(36) Ver capítulo 4. Clasificación de inversionistas.

La nueva estrategia económica de México, es buscar el crecimiento sostenido de la actividad económica, por lo que es preciso en estos momentos, el impulsar la formación de capital y crear las condiciones para acceder a las fuentes de financiamiento que se requieran.

Macroeconómicamente, la formación de capital necesita ser financiada básicamente por dos fuentes:

- Formación interna de capitales. Es generada básicamente por el ahorro empresarial (determinado por el nivel de eficiencia en la generación de utilidades), ahorro personal y la asignación del sector público a la formación de capital.

Otra estrategia interesante para lograr activar esta fuente, consistirá en lograr generar una importante capacidad de competitividad externa, que repercutiría en una intensa actividad exportadora con la cual se tiende a generar suficiente ahorro interno para financiar la inversión y en algunos casos, por que no, para invertir o exportar capital al exterior (37).

- Ahorro externo. este puede ser generado en actividades como la inversión extranjera directa, préstamos del exterior y repatriación de capitales, empero naturalmente todos ellos quedan en función del comportamiento macroeconómico de nuestro país siendo agradable y rentable al inversionista extranjero.

Para que la empresa pueda cumplir con sus funciones esenciales requerirá de abastecer un mercado que macroeconómicamente tenderá ha crecer y por tanto requerirá de fondos para poder financiar el crecimiento y desarrollo que la economía le exija, en otras palabras, cuando las necesidades de inversión de la empresa exceden la capacidad del capital propio, se presenta por tanto una necesidad de financiamiento, el cual es explicado a continuación.

(37) Se pueden citar los casos de Taiwan y Corea del Sur, países que han basado su crecimiento en su potencial exportador. Para nuestro país, tal estrategia debería estar acompañada de un rápido desarrollo en la capacidad de los sectores competitivos al exterior, ampliando al mismo tiempo la base de bienes de capital y bienes intermedios, restándoles competitividad a las importaciones.

d) El financiamiento :

El Diccionario de la Real Academia de la Lengua Española lo define como: Acción y efecto de crear o fomentar una empresa aportando el dinero necesario para sufragar los gastos de una actividad, obra, etc. (38).

Para otros especialistas en el área el financiamiento es conocido como:

El acto de proveer los medios de pago y proporcionar los fondos que necesitan las empresas, en las más favorables condiciones, a la luz de los objetivos del negocio (39).

El objetivo es que la empresa cuente con recursos suficientes para hacer frente a sus deudas, necesidades de capital y llevar a cabo sus planes y objetivos, consiguiendo dichos fondos en la forma más conveniente y en las mejores condiciones, puesto que estas últimas, mantienen una implicación en la diferencia, entre un déficit o en su caso un superávit existente en la empresa.

Para que una estrategia de financiamiento sea eficiente se deberá de invertir en capital de trabajo (40) con crédito a corto plazo, en vista del riesgo que representa el comprometer recursos a largo plazo en activos de corta duración, y bajos volúmenes de inversión en activos que no incrementarán de manera significativa, los volúmenes de productividad y por tanto de ingresos en la empresa. Por otra parte, se financiarán los activos permanentes o fijos (como ampliaciones en su planta industrial) con capital de largo plazo por las razones inversas a lo anterior. El no seguir el principio propuesto anteriormente, generará problemas en los flujos en efectivo de años posteriores y endeudará innecesariamente a la empresa.

(39) Diccionario de la Real Academia Española de la Lengua. Tomo I. Pág. 664

(39) JOHNSON, Robert W. Administración Financiera. Ed. CECSA. México, 1987. Pág. 27.

(40) Capital de trabajo. Contablemente se entiende como activo circulante, menos pasivo circulante. En otras palabras, lo que la empresa requiere de manera inmediata para laborar efectivo, salarios, materias primas, mantenimiento, etc.

2.2. Principales fuentes de financiamiento empresarial.

Para cuestiones prácticas y de acuerdo a lo mencionado en el punto anterior, las fuentes más importantes con las que el empresario mexicano cuenta en la actualidad para financiar sus actividades productivas, se presentan en la siguiente clasificación de acuerdo a los plazos que confieren :

2.2.1. Fuentes de financiamiento a corto plazo.

En el lenguaje económico, el corto plazo se encuentra constituido por un plazo no mayor a un año, las fuentes de financiamiento más conocidas en la actualidad para esta modalidad de crédito son :

a) Crédito Comercial.

Es una fuente de recursos espontánea, que surge de transacciones ordinarias y cotidianas entre las empresas y sus proveedoras u otras empresas, es equivalente a una cuenta abierta para un cliente cuando una empresa el comprador, y otra empresa el vendedor, normalmente no tiene que pagar esos bienes inmediatamente, por todo esto, mantiene una gran importancia como fuente de recursos en especial para la pequeña y mediana empresa.

Existen tres fuentes de crédito a proveedores :

i) Cuenta abierta. El vendedor envía los artículos al comprador adjuntos a una factura que ampara dichos productos, su precio unitario, importe total y condiciones de pago. Para su otorgamiento se precisa de un estudio de la capacidad financiera, por parte del proveedor al cliente.

ii) Documentos por pagar. Requiere la firma del comprador en un pagaré que cubre el monto de la deuda en una predeterminada fecha de vencimiento.

iii) Aceptaciones de letras de cambio. El deudor reconoce legalmente la cantidad monetaria que asume el proveedor, el vendedor expide una letra de cambio contra el girado (o comprador), ordenándole pagar en determinada fecha y no envía los artículos hasta que el comprador acepte la letra, luego de aceptada la letra se convierte en una aceptación comercial que puede poseer algún grado de negociabilidad.

b) Crédito bancario a corto plazo.

Es un crédito obtenido a través de un banco, cuyo vencimiento alcanza un año, es documentado por un pagaré y requiere de reciprocidad, ello es, que el banco puede exigir que la empresa mantenga un saldo mínimo en su cuenta, un porcentaje de saldo insoluto del crédito, someter la empresa a un análisis financiero para determinar la viabilidad y capacidad de crédito para asegurar que la empresa soporte sus pagos de capital y servicio en los plazos y planes establecidos. El costo del crédito en la actualidad varía del 10 al 25 % o, en su caso Cetes o C.P.P, más algunos puntos de 5 ó 7. Los recursos serían destinados preferencialmente a financiar el capital de trabajo..

Se puede obtener en diversas modalidades, según la institución bancaria, comercial o de desarrollo, a tasas de mercado o preferenciales con o sin garantías. Los más representativas son las líneas de Crédito Empresariales, Créditos de Habio, Préstamo Quirografario o Directo, Préstamo Directo con Garantía colateral, Préstamo Prendario, Préstamo en Cuenta Corriente, Aceptaciones bancarias, etc.

c) Papel comercial bursátil.

Consiste en la emisión de uno o varios pagarés por empresas que cotizan en bolsa, la emisión varía entre dos, seis meses o hasta un año, durante el cual se puede llevar emisiones parciales hasta por el monto total, autorizadas para colocar por cada emisora \$1,500 millones de pesos.

Son pagarés a corto plazo que se emiten en serie o en masa, sin garantía específica sobre algún bien, estando sujetos a los lineamientos y circulares que establezcan las autoridades del mercado de valores (41).

Es colocado a descuento y es tomado en su totalidad por tesorerías de empresas, a través de casas de bolsa colocadoras, las cuales las ofrecen en el mercado de dinero.

Además, posee las siguientes características: la emisora para poder vender el documento, deberá tener un excelente nombre en el mercado, se evita la inconveniencia y altos gastos, el costo de financiamiento es menor al de mercado, es realizado en un mercado impersonal, no existe trato directo entre el prestatario y el prestamista. Su principal limitante radica en que los fondos disponibles para tal financiamiento dependerán del exceso de liquidez de las empresas compradoras del papel.

(41) MARMOLEJO, G. Martín. Inversiones. Práctica, metodología, estrategia y filosofía. 6a. Edición. Ed. IMEF, México 1989, Pág.152

d) Papel comercial extra bursátil.

A diferencia del anterior, el pagaré puede ser emitido por empresas que pueden o no cotizar en bolsa, sólo se requiere que la emisora ofrezca las garantías suficientes que respalden la satisfacción del comprador. Tales garantías son de muy fácil realización como:

- a) Carta de crédito u órdenes de pago condicionadas, otorgadas por alguna institución de crédito.
- b) Instrumentos de inversión líquidos como podrían ser Cetes, depositados en algún fideicomiso de garantía irrevocable.
- c) La cartera del emisor depositada en un fideicomiso, la cual debe estar cubierta con un seguro de crédito.

Las principales ventajas de la emisión del papel comercial extra bursátil son:

- Para la emisora es el mínimo de documentación o información, implicando, en contrapartida, un mayor riesgo y por ello mayor rendimiento para el comprador del documento.
- Presenta para la empresa una fuente alternativa rápida y barata (un desembolso inferior al crédito bancario a un plazo similar) para capital de trabajo a corto plazo, ya que elimina los costos que implica la reciprocidad y otros requisitos exigidos por las instituciones de crédito.
- Su costo suele estar dado en función al plazo de la emisión, así como, el de la solidez financiera de la empresa emisora.
- Para el Inversionista presenta una posibilidad rentable y líquida a corto plazo.
- Fomenta el mercado de valores y favorece la intermediación financiera, diversificando los instrumentos que las casas de bolsa ofrecen a sus clientes.
- A través de su oferta y demanda, se establece un indicativo útil para la determinación del coste del dinero.

e) Factoring (Factoraje).

La empresa de factoraje o factor se encarga de comprar a un cliente —el cual a su vez es proveedor de bienes y servicios—su cartera (clientes, listados, contra recibos), después de realizar un estudio de crédito. El cedente debe comunicar a sus clientes para que su pago se realice al factor. El objetivo central es lograr liquidez de las empresas para asegurar e incrementar el capital de trabajo, apartir de sus propias ventas.

Los principales productos que se ofrecen son :

Factoring con recurso.

La empresa de factoraje adquiere la cartera facturas no cobradas o cuentas por cobrar vigente o vencida, de determinada empresa industrial o comercial. La operación es respaldada por documentos, contrarecibos, facturas etc. y un anticipo que normalmente fluctúa entre 70 y 80 % de la cartera cedida al vencimiento, la institución cobra al comprador de la empresa cedente (cliente) el 100 % y en un plazo de 24 horas hábiles, regresa el porcentaje restante a la empresa, el cual sirve a ésta de factoraje.

En esta modalidad la empresa cedente absorbe el riesgo en caso de insolvencia de sus clientes comprometiéndose a pagar a la empresa factor el monto del valor de las facturas vendidas.

Factoring a proveedores.

Se ofrece a empresas financieramente solidas, con el objeto de apoyar a sus proveedores, al adquirir la empresas de factoraje los documentos que les emiten por el plazo contratado para su pago. La operación se realiza por el 100% y el descuento por el costo del servicio se aplica al momento de entregar la cantidad . Es otorgado a aquellas empresas que son proveedoras de grandes empresas públicas y privadas como cadenas de autoservicio, tiendas departamentales etc.

Factoring internacional.

Las empresas de factoraje, como miembros de cadenas de factoraje internacional, proporcionan al exportador mexicano cobertura de riesgo por falta de pago al comprador extranjero, ya sea por insolvencia, incapacidad o incumplimiento, permitiendo así vender a crédito al extranjero, con la seguridad total de hacer segura la cobranza, siempre y cuando lo exportado cumpla lo establecido con el importador en plazo: fecha de entrega, producto y calidad.

Factoring puro.

Consistente en que la empresa factor se hace responsable de la cobranza de la cartera de la empresa cedente, absorbiendo la responsabilidad de incobrabilidad .

En realidad el factoring está orientado a apoyar a la pequeña y mediana empresa sin importar mucho el capital social o volúmen de ventas mensuales mínimas, ya que, son otros los determinantes que intervienen para poder otorgar el servicio.

Los beneficios que obtiene una empresa al adquirir los servicios del factoring con recurso son: Se optimizan los flujos de efectivo. Permite una mejor planeación de tesorería, no se crea un pasivo porque existe la venta de un activo circulante (facturas) y la empresa logra una mejor rotación de sus activos monetarios.

2.2.2. Fuentes de financiamiento a largo plazo.

El financiamiento a largo plazo es generalmente mayor y más estable que el financiamiento a corto plazo; posee la característica de incrementarse en una economía fuerte y disminuir durante las recesiones.

En la toma de decisiones, respecto a cómo obtener los fondos de largo plazo, debe tomarse en cuenta si se desea que los fondos provengan de instituciones financieras, como serían los Bancos, o si los fondos se obtienen a partir de un gran número de inversionistas, mediante la colocación de valores por parte de la empresa.

La mayoría de los empresarios debe colocarse entre puntos intermedios ya que ambas fuentes otorgan ventajas y desventajas que deberían analizarse. El propósito es intentar explicar el porqué es sano para la empresa colocarse en un punto intermedio de financiamiento a largo plazo. Para ello, se definirían las generalidades de las fuentes de financiamiento a largo plazo, existentes en la economía mexicana, enfatizando la emisión de acciones como medio de financiamiento del resto de las opciones.

a) Crédito bancario a largo plazo.

Son entendidos como créditos o deuda de la empresa por parte de un banco, con vencimiento mayor a un año.

Poseen las siguientes características : La mayoría de los préstamos son amortizables, el objetivo es pagar el crédito de manera gradual, sin tener que pagarlo todo una sola vez. Protege tanto al deudor, como al acreedor ante la posibilidad de que el prestatario no reúna los suficientes recursos al vencimiento del plazo.

Exige reciprocidad. El acreedor, además de realizar un análisis de crédito, generalmente toma en garantía ciertos activos de la empresa que solicita el crédito. (Crédito Hipotecario).

Una de las grandes ventajas es que asegura al deudor el uso de los recursos por un largo período. En un préstamo a 90 días, el banco tiene la opción de renovar o no el crédito al vencimiento, teniendo así la oportunidad de reexaminar la situación financiera de la empresa solicitante del crédito. Si ésta se ha deteriorado, el banco no renovará el crédito. El acreedor, con el objeto de protegerse en un crédito de largo plazo, hace ciertos requerimientos básicos a la empresa :

1) Debe mantener seguro su nivel de solvencia, esto varía dependiendo del tipo de empresa o industria que se trate. El capital de trabajo deberá mantenerse en un mismo nivel.

2) Para el acuerdo del préstamo se requerirá que cualquier cambio significativo en el manejo de la empresa, deberá ser aprobado por el acreedor y asegurar que la administración de la empresa estará en manos de cierto número de personas que el banco aprobó previamente.

3) El banco requerirá, como ya se ha mencionado, que el deudor de cuentas de sus estados financieros, al contratar el crédito y después en el momento que el acreedor los solicite.

Los ejemplos característicos de estos créditos financieros son: Préstamo Refaccionario, Crédito Simple con Garantía Real, Crédito con Garantía en Unidades Industriales, Crédito de Rehabilitación o de Hablo, Préstamo Hipotecario, Certificados de Participación Inmobiliaria Amortizables y algunas Obligaciones Múltiples.

Las ventajas y desventajas del financiamiento por créditos bancarios a largo plazo desde un enfoque empresarial son:

Ventajas :

- Representa una independencia de los préstamos bancarios a corto plazo, en escasez de recursos la empresa no tendrá la carga o preocupación de los créditos a corto plazo permitiéndosele operar con mayor libertad y autonomía.

- Las altas tasas impositivas han hecho más difícil el financiamiento con fondos internos, siendo los préstamos bancarios a largo plazo una buena fuente externa.

- Se reduce el riesgo de no poder renovar los préstamos a corto plazo.

- Dado que únicamente interviene un prestamista, es posible modificar los lineamientos del crédito.

- La empresa no incurre en problemas de registrar valores en bolsa ni en el riesgo de un mercado bursátil a la baja.

- No se incurre en pagos de dividendos .

- La propiedad de la empresa no se desglosa entre un mayor número de accionistas.

- Existe un mayor control sobre la propiedad de la empresa.

Las desventajas son:

- La escasez de crédito que sufre actualmente la economía mexicana, debido a una disminución del ahorro como consecuencia de la inflación de años atrás y que las tasas de interés pasivas han ofrecido rendimientos menores a la tasa de inflación. Los ahorradores, en su afán de proteger su patrimonio, han recurrido a otros instrumentos sin riesgo con mayor grado de rendimiento y liquidez que los certificados de depósito bancario, como son los Cetes, fondos de inversión de renta fija, obligaciones corporativas, petrobonos o inversión en divisas.

- El alto costo del crédito bancario. Las tasas de interés observadas los últimos años, han hecho que la poca disponibilidad de créditos tengan un costo muy alto, las empresas deudoras elevan sus costos de producción repercutiendo ésto en mayores precios y, por tanto, en una mayor inflación. Esto es, que la inflación generada por el gasto público, principalmente, provoca una elevación en las tasas de interés con el objeto de evitar la fuga de capital, reteniendo estos en el país y conservando nuestro nivel de ahorro. Estas alzas en las tasas de interés encarecen el crédito, y, por tanto los costos de producción y los precios, acelerándose de esta forma el proceso inflacionario.

- Dado que el plazo del crédito es largo, el banco acreedor realizará un análisis de crédito mucho más profundo, siendo menos probable su concesión a la empresa solicitante.

b) Arrendamiento.

Se entiende como un medio de financiamiento a largo plazo, similar al endeudamiento, pues en ambos se obtienen fondos para el uso de un activo, sin embargo, el arrendamiento es un crédito en especie. Existen dos tipos de arrendamientos :

El Puro. Es básicamente una renta, el arrendador posee un activo y lo deprecia; el arrendatario se limita a pagar una renta mensual para obtener el uso del activo.

El Financiero. El deudor registra en sus libros el activo como propio y por tanto lo deprecia, registra un pasivo igual a todas las cuentas por pagar, el arrendador o acreedor mantiene la titularidad legal del activo y al final, le factura al arrendatario el bien en cuestión.

Existen dos diferencias básicas entre un arrendamiento y un endeudamiento :

- El arrendamiento es de naturaleza específica, el endeudamiento debe ser general.

- Desde el punto de vista del proveedor de fondos, un arrendamiento es menos riesgoso que una operación de crédito bancario porque en el arrendamiento, si llegara a la bancarrota el prestatario, el prestamista puede rescatar el activo. Una empresa con difícil situación financiera obtendrá más fácilmente un arrendamiento que un endeudamiento.

Este tipo de financiamiento es poco usual, ya que, en primer lugar, únicamente satisface la necesidad de activos tangibles sin dar la oportunidad de obtener recursos para otras necesidades como son el pago de salarios, compra de materia prima, pago de impuestos, etc.

c) Financiamiento bursátil a largo plazo.

El financiamiento Bursátil a largo plazo, con la que la iniciativa empresarial de nuestro país cuenta, se ubica estrictamente en el mercado de capitales (42), por ello se desarrollan a continuación las generalidades de los instrumentos que lo constituyen: en este capítulo, el financiamiento vía deuda o emisión de obligaciones y en el siguiente, el financiamiento de participación en el capital de riesgo, emisión de acciones, ya que es el tema específico de la investigación.

a) Obligaciones corporativas. (Renta fija .)

La ley general de títulos y obligaciones (art. 208) define a las obligaciones como: "Títulos que representan la participación individual de sus tenedores en un crédito colectivo constituido a cargo de la sociedad emisora".

El comprador de la obligación obtiene pagos en períodos a una tasa de interés predeterminada, normalmente trimestrales y recibe en efectivo el valor nominal de documento en la fecha en que este se vence. Tanto el compromiso de pago como la operación de crédito son de carácter público ya que la empresa emisora debe estar registrada en bolsa, requisito necesario para poder recurrir a este mercado de crédito.

La operación de crédito es esencialmente colectiva ya que al igual que las acciones existe un solo deudor -La empresa emisora del documento- y los acreedores pueden ser los cientos de personas, posibles compradores ya sean estas personas físicas o morales. Son entendidos como instrumentos de renta fija representativos del mercado de capitales. El plazo de emisión es mayor a 5 años, el valor nominal asciende a \$1000.00 o a \$100.00 generalmente, los intereses son mayores a los otorgados por los depósitos a plazo fijo y Cetes y además se revisa continuamente, el pago de estos son generalmente cada trimestre, su precio nominal esta determinado por la oferta y la demanda, son considerados instrumentos de baja liquidez, las amortizaciones son realizadas parcialmente, sin embargo el emisor se reserva el derecho de realizar la amortización anticipadamente.

(42) Ver capítulo anterior. Características del Mercado de Capitales. Pág. 22 .

Clasificación de obligaciones.

En el mercado nacional encontramos tres clases de obligaciones :

I) Obligaciones quirografarias :

Son aquellas que no encuentran una garantía específica sobre algún bien en caso de liquidación, sino únicamente están respaldadas por la firma y buen nombre de la empresa emisora, sin embargo, son las más comunes en el mercado. Su criterio de movilidad radica en los resultados de la empresa emisora mientras marche bien, la falta de garantías específicas para sus obligaciones quirografarias pendientes de amortización es poco importante; sin embargo, es vital la confianza en la situación futura de la empresa.

El plazo de amortización de éstos valores es inferior a los 15 años.

Mantienen las siguientes limitaciones :

- Un capital de trabajo no menor al saldo insoluto de la emisión en circulación.
- Una restricción en el pago de dividendos a sus accionistas.
- Una restricción en la venta de activos fijos de la empresa.

II) Obligaciones hipotecarias.

Se encuentran respaldadas por una garantía hipotecaria específica en caso de liquidación de la empresa emisora, el adeudo que demanden los tenedores de las obligaciones se reembolsará de los recursos provenientes de la venta de los activos fijos, grabados con tal propósito.

III) Obligaciones convertibles.

Son aquellas que poseen un derecho de opción, que permiten a los obligacionistas demandar en cierta época ó momento, en el cambio de sus obligaciones contra las acciones de la sociedad emisora: tal cambio se realiza dentro de las condiciones fijadas en el contrato de la emisión.

Posee ciertas características, tanto de las acciones preferentes como de las acciones comunes :

- Los inversionistas esperan que la obligación convertible les proporcione un rendimiento favorable en el interés y en la ganancia de capital.
- La empresa emisora acepta el pago de una tasa de interés, y posteriormente una concesión de parte de su capital social - en el momento de la conversión -.

Podemos entender las obligaciones convertibles como un paso intermedio entre los valores de renta fija y los valores de renta variable. La emisión los valores permite ir transformando, lentamente, pasivo en capital, afrontando con relativa facilidad los cargos adicionales por dividendos.

Ventajas y desventajas de la emisión de obligaciones.

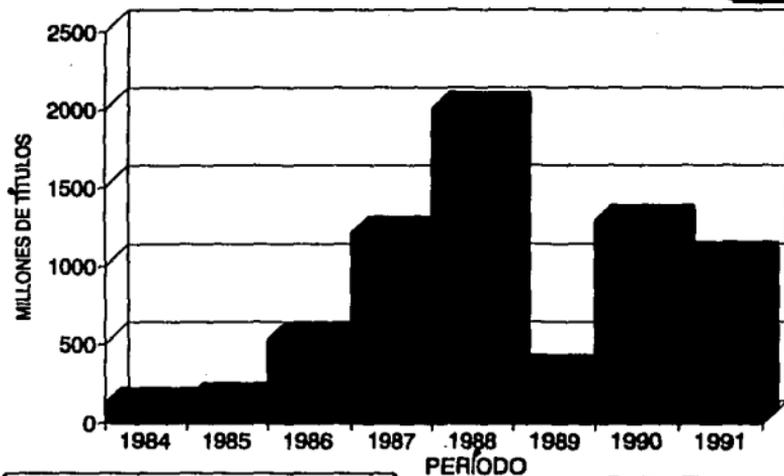
Dentro de las principales ventajas ofrecidas por ésta opción de financiamiento, encontramos que al recurrir al mercado público y colectivo de créditos a través de la Bolsa de Valores, se rompe con la limitación del alargamiento del plazo para la contratación de un crédito, puesto que el riesgo del prestatario es mayor, lo que puede ser superado en vista de la liquidez que el mercado secundario le ofrece al inversionista y en general a todo tipo de operaciones. Dado que en la bolsa invierten miles de inversionistas, siempre existirá un alto grado de liquidez para desprenderse o adquirir estos títulos, la venta de valores por parte de inversionistas se compensa casi inmediatamente, por la compra de éstos valores por otros inversionistas (43). Ello da facilidad a la obtención del crédito solicitado que en condiciones normales y tradicionales sería difícil adquirir.

El financiamiento por obligaciones, exceptuando las hipotecarias, no requieren de garantías para conseguir los recursos aunque el inversionista en obligaciones como ya se mencionó, deberá realizar un análisis sobre la situación actual y futura de la empresa pero no tan riguroso como el análisis de un crédito bancario.

(43) Esta característica de liquidez inmediata, es parte del mercado de valores siendo válida para casi todo tipo de instrumentos en los que en ella se operan, permitiendo la movilidad del capital y posesión de éstos mediante los instrumentos bursátiles.

VOLUMEN OPERADO EN OBLIGACIONES (Renta Fija)

Gráfica 4

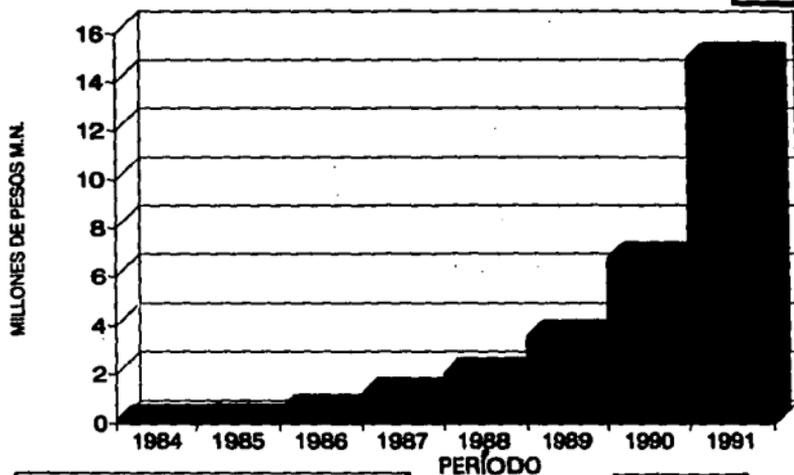


Fuente: Elaboración propia con datos de la B. M. V.

Base: 1988=100

IMPORTE OPERADO EN OBLIGACIONES (Renta Fija)

Gráfica 5



Fuente: Elaboración Propia con datos de la B. M. V.

Baldos Corrientes

La base para el pago de intereses que ofrecen las obligaciones es su valor nominal. Comúnmente en la práctica sucede que el valor de mercado de una obligación discrepa de su valor nominal, por que el rendimiento de una obligación es el que el mercado fija a través del precio de la misma.

Dentro de las desventajas, se considera que no es la opción más eficiente de inversión y financiamiento, ya que si lleva algunas décadas practicándose en nuestro mercado nacional, aún se encuentra en sus inicios y ante su escaso desarrollo no ha podido brindar las ventajas que ha brindado en otros países como los Estados Unidos, a consecuencia de la falta de percepción colectiva del mercado, de los inversionistas y de los emisores, así como, la complejidad en el cálculo del rendimiento real del instrumento respecto a su valor de mercado, ha causado una falta de conocimiento de las ventajas que podría otorgar.

Existe una falta de confianza hacia las obligaciones, creada por la dificultad de anticipar y calcular correctamente las tasas de inflación futuras, con el fin de comprarlas contra el rendimiento nominal para la obtención del rendimiento real, aunque las tasas de interés se ajustan mensualmente, la alta y variable inflación en México (44), y la baja bursatilidad del instrumento (45), complican su proceso de ajuste, por todo lo que, el inversionista tiende a inclinarse por otros instrumentos de inversión, de aquí se explica la dificultad de colocación para las empresas emisoras.,

En materia de financiamiento puede notarse que a partir de los efectos de modernización del Mercado de Valores, las preferencias a la emisión de obligaciones han disminuido notablemente apartir de 1988, a raíz de la eficiencia que mantiene la emisión de acciones para los mismos fines, y que son resultados de tal modernización en materia de trámites, costos financieros y de emisión. Por tanto, el mercado accionario bajo este contexto de innovación y modernización financiera, resulta ser una opción que mantiene tendencias de preferencia y beneficios, tanto para las empresas como para los inversionistas.

Las obligaciones son, evidentemente, una fuente de financiamiento con modalidad de deuda ya que la empresa se compromete al pago de un interés fijo a un plazo contratado y a una amortización, comprometiendo recursos que la empresa para entonces tal vez no posea, por ello el uso excesivo de éste medio podría representar altos riesgos para la liquidez y seguridad para la empresa.

(44) Ver gráfica No. 1 Inflación en México.

(45) Bursatilidad: Es característica o atributo de un título-valor y significa la posibilidad de encontrar compradores o vendedores del mismo, con relativa facilidad. Ver capítulo 5, análisis bursátil.

Como instrumento de inversión, los criterios que se deben considerar para la emisión de obligaciones son de suma importancia ya que todo inversionista debe de tener en el momento de realizar una inversión, la idea de cuidar su patrimonio, este instrumento como toda opción de inversión no está exenta de riesgos, se deberá evaluar la inversión a escoger obteniendo un rendimiento en el menor tiempo posible, para ello deben ser considerados los siguientes tipos de riesgos al los que el inversionista se enfrenta, cuando se refiere a inversionista, en este punto se considera tanto al emisor (empresario) como al que invierte (público comprador de títulos), en vista que los dos buscan obtener beneficios, por una parte obtendrán recursos y por otra rendimientos a su capital.

b) Acciones corporativas. (Renta variable.)

(Ver Capítulos 3 y 4.)

Todas las alternativas de financiamiento hasta ahora mencionadas, salvo las generadas por las actividades comunes de la empresa(46), ofrecen financiamiento a la empresa mediante concesión de deuda, esto es, que los recursos son contratados a plazos fijos e intereses predeterminados. Existe otra fuente de financiamiento que al no representar deuda, sí permite la capitalización de recursos baratos y con un bajo nivel de riesgo financiero, pero naturalmente, involucra algunas desventajas: es tema central de esta investigación y que en el capítulo siguiente será abordada con mayor detenimiento.

(46) Se refieren las fuentes de financiamiento internas, sólo aquellas generadas por la operación del giro de la empresa. Para ello se manejan diferentes clasificaciones, una de ellas puede ser: depreciación, amortización, fondos de reservas, provisiones. Todas ellas son partidas que afectan a los flujos de efectivos, y no son desarrolladas en esta investigación, ya que coincido con varios investigadores al considerarlas fondos no utilizados, de los cuales en determinados momentos la empresa puede hacer uso para necesidades inmediatas, sin involucrarse en la planeación formal de la empresa a largo plazo, que es de gran interés en esta investigación. Por otra parte, sólo son referidas en vista que la opción de financiamiento a desarrollar, es la emisión de acciones y su eficiencia ante otras opciones de financiamiento y no pueden ser comparadas en vista del plazo, monto, condiciones de contratación y costos de inversión y financiamiento. Solo es cotejada con aquellas fuentes de recursos que sí puede ser comparativas.

En el siguiente cuadro (ver cuadro 4 y gráfica 6- el financiamiento empresarial en México), se muestra la evolución del financiamiento empresarial en México, durante el período de análisis. Se observa, cómo la mayor parte del financiamiento empresarial lo ha otorgado el sistema bancario y no el mercado accionario, ésto se debe al bajo desarrollo del mercado de valores mexicano, así como, al bajo número de empresas inscritas en bolsa. Sin embargo, se observa cómo a partir de 1984 el incremento porcentual del valor de las acciones, en circulación, tiende a superar en términos relativos al financiamiento concedido por el sistema bancario, aunque nunca lo rebasa en términos absolutos. Relativamente, en los últimos años, el financiamiento bancario perdió fuerza en relación al financiamiento otorgado por el mercado accionario, aunque éste último represente un pequeño porcentaje en relación al total.

No es sino hasta 1990, cuando surge la iniciativa de modernización del Mercado de Valores, cuando el incremento relativo del financiamiento accionario es realmente significativo, en comparación al bancario, lo cual permitió que más empresas mexicanas entraran a cotizar en bolsa, fomentando a su vez la modernización y eficientización de los intermediarios financieros bursátiles, etc. El efecto es traducido en un incremento del mercado accionario, el cual fue del 210 % de 1991 a 1990, mientras que el bancario creció en 32% durante el mismo período, fenómeno que comprueba como válida la primera hipótesis de esta investigación:

Ante el contexto de la modernización financiera del Mercado de Valores, la emisión accionaria como medio de financiamiento, ha resultado ser más eficiente que el resto de los medios tradicionales de financiamiento bancario.

Todo ésto ilustra de una manera clara el desarrollo acelerado que ha venido teniendo el mercado accionario en el sistema financiero mexicano; sin embargo, dicho mercado sigue siendo muy pequeño en relación a la magnitud del sistema financiero y a otros mercados del mundo.

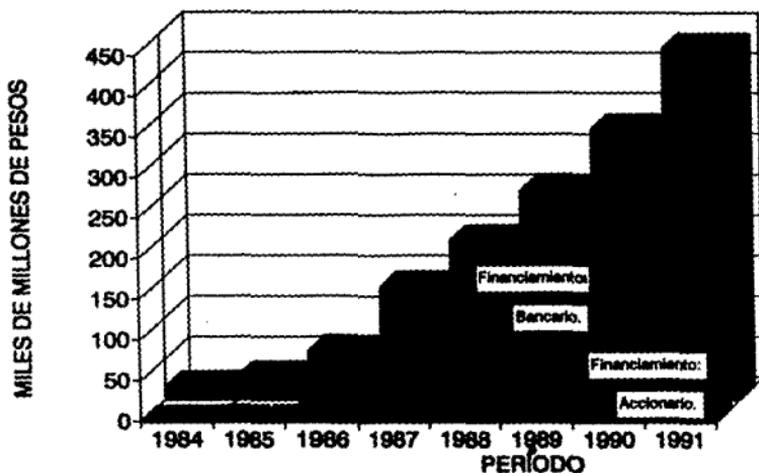
Cuadro 4.

Valor de las Acciones en circulación M.M.S.		Financiamiento otorgado por El Sistema Bancario Consolidado M.M.S.		
PERIODO	TOTALES AL FINAL DEL PERIODO.	TOTALES AL FINAL DEL PERIODO.	TOTALES AL FINAL DEL PERIODO.	
	Varaciones %	Varaciones %	Varaciones %	
1984	706	1,196	15546	0,792
1985	1547,4	2,562	27962	1,157
1986	5496,8	2,350	60101	1,300
1987	18415,5	0,736	138258	0,415
1988	31977,7	0,892	195574	0,316
1989	60513,7	0,039	257341	(0,003)
1990	ENERO		258613	
	FEBRERO		257439	
	MARZO		258049	
	ABRIL		262571	
	MAYO		269358	
	JUNIO		272077	
	JULIO		275115	
	AGOSTO		280674	
	SEPTIEMBRE		290293	
	OCTUBRE		302584	
	NOVIEMBRE		310571	
	DICIEMBRE	0,535	332863	0,297
1991	ENERO		327487	
	FEBRERO		330900	
	MARZO		338019	
	ABRIL		344750	
	MAYO		354551	
	JUNIO		362806	
	JULIO		371994	
	AGOSTO		391673	
	SEPTIEMBRE		382449	
	OCTUBRE		410652	
	NOVIEMBRE		408336	
	DICIEMBRE	2,102	433802	0,324

Fuente: Elaboración Propia con datos de la B.M.V y Banco.
Cifras en saldos corrientes.

FINANCIAMIENTO EMPRESARIAL EN MÉXICO

Gráfica 6

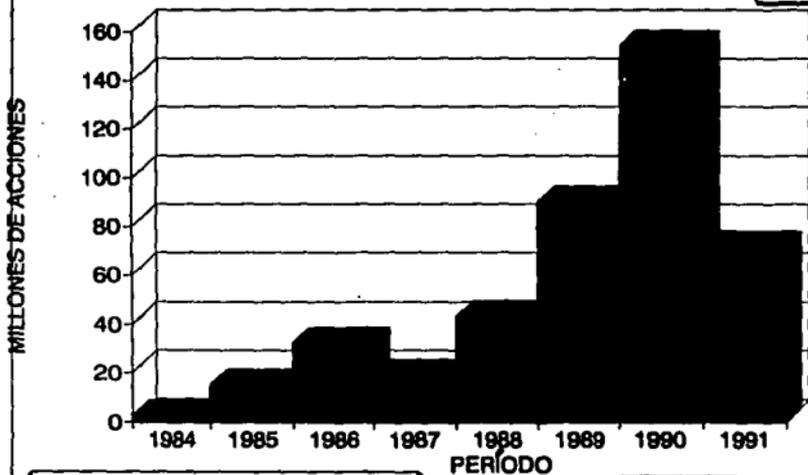


Fuente: Elaboración propia con datos de Banxico y S.M.V.

Saldo Corriente

VOLUMEN OPERADO EN ACCIONES (Renta Variable)

Gráfica 7

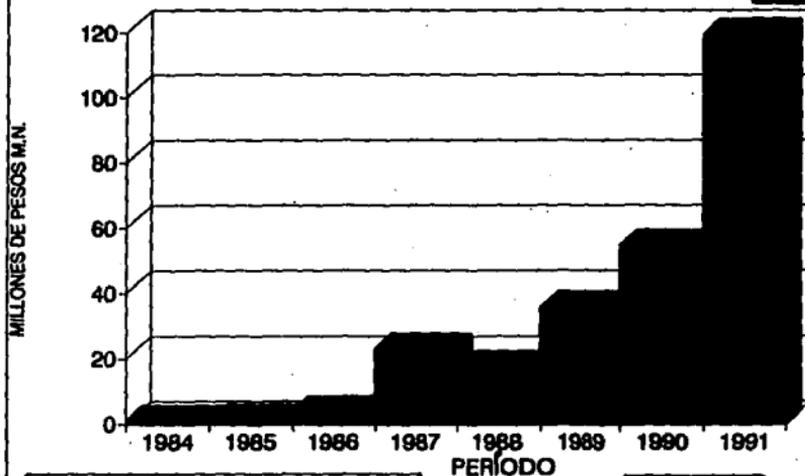


Fuente: Elaboración Propia con datos de la S. M. V.

Base: 1988=100

IMPORTE OPERADO EN ACCIONES (Renta Variable)

Gráfica 8



Fuente : Elaboración Propia con datos de la B. M. V.

Saldo Corrientes

3. MERCADO ACCIONARIO COMO MEDIO DE FINANCIAMIENTO EMPRESARIAL.

3.1. Acciones Corporativas. (Renta Variable.) La emisión de acciones como medio de financiamiento.

El Mercado Accionario promueve una opción de captación de recursos, que utilizada correctamente, podría resultar útil para las empresas constituidas como sociedades anónimas con atractivas expectativas de expansión y crecimiento, para las cuales es reservada tal opción de financiamiento.

La emisión de Acciones, posee la cualidad de excluir cualquier compromiso financiero específico por parte de la empresa para con el accionista o inversionista, es decir, no se compromete pago alguno en específico sino que se otorga un rendimiento sobre la inversión - llamado dividendo- en función de las utilidades obtenidas por la empresa emisora al término de su ejercicio contable. En el caso que las utilidades no se llegaran a pagar mediante dividendos en efectivo, quedarán en la empresa y si son utilizados eficientemente incrementarán el valor de la acción, y de la capacidad de obtener utilidades de la empresa.

Los diferentes tipos de acciones que podrían ser emitidas, permiten a las empresas cierta flexibilidad para adoptar la mejor estrategia financiera, y ajustar más adecuadamente la estructura de su capital social (47), favoreciendo los intereses que a ésta convenga. Por lo que, la empresa deberá plantear una diversificación de su estructura financiera, logrando captar los montos de financiamiento requeridos y disminuir satisfactoriamente sus costos financieros, como apoyo a sus programas de inversión y financiamiento, fortaleciendo así su estructura financiera, optimizando recursos, racionalmente con el propósito de desarrollar con mayor agilidad tales programas.

(47) Ver estructura óptima de capital y nivel óptimo de apalancamiento. Pág. 82 y 101

Las acciones son los únicos valores considerados de renta variable en el medio bursátil. Son los instrumentos de más alto riesgo del mercado y dependiendo del enfoque que asuma el inversionista pueden ser los más atractivos o menos deseables.

Las acciones son consideradas como un medio de inversión ó financiamiento a largo plazo. En la práctica no poseen fecha alguna de vencimiento, en vista que su existencia depende de la existencia misma de la empresa cuyo capital representen. Sin embargo, en la actualidad, muchas personas las han estado utilizando como inversiones de corto y mediano plazo, ya que el inversionista modifica con frecuencia el contenido de su cartera de inversión dada la incertidumbre del entorno económico tan cambiante que se viven en la actualidad, así como de los rendimientos de las acciones que puedan provenir tanto de los dividendos que las empresas págan a sus tenedores como utilidades de período, generalmente trimestral como ganancias de capital, al comprar a un precio y vendiendo posteriormente a un precio más alto que al adquirido.

3.2. Clasificación de acciones.

Las acciones son títulos-valor que representan una parte alicuota del capital social de una empresa. Acredita los derechos de socio y su importe representa el límite de las obligaciones que contrae el inversionista ante terceros.

Se dividen en comunes y preferentes, de acuerdo con los derechos y responsabilidades que los poseedores de cada una adquieran. Los derechos y responsabilidades consisten en consideraciones como control de la empresa, y pérdida potencial ó responsabilidad legal.

a) Acciones comunes.

También son denominadas acciones ordinarias y son títulos de crédito que poseen los elementos que los caracterizan. Los propietarios de éstas acciones son participantes directos del negocio, en la parte proporcional de las acciones que los representen. Podemos afirmar que éste accionista es uno de los dueños reales de la empresa, por lo que mantiene el derecho de ser participe de los beneficios que la empresa produzca, así como de las pérdidas que en la misma se generen, claro en función al importe de sus acciones.

Dentro de los derechos que las caracterizan y operan dentro de la empresa son:

- Permite a los accionistas enmendar el acta constitutiva con la aprobación de los funcionarios correspondientes.
- Adoptar y enmendar los estatutos.
- Elegir los administradores de la empresa.
- Autorizar la venta de activos .
- Participar en fusiones.
- Modificar el quantum de acciones comunes autorizadas.
- Emitir acciones preferentes, obligaciones y otros valores.

Como propietarios individuales :

- Tienen derecho a voto en la forma prescrita por la escritura de la empresa.
- Pueden vender o transferir sus *intereses* de propiedad a otras personas.
- Derecho a inspeccionar los libros de la empresa.
- Participar de los activos de la empresa al disolverse ésta, sin embargo, son los últimos entre los reclamantes de tales activos.

b) Preferentes.

Denominadas así a las acciones que garantizan un dividendo anual mínimo; en caso de liquidación de la empresa mantienen preferencia sobre los otros tipos de acciones que existan en circulación en ese momento sobre el reparto de activos por liquidación, éstas acciones no confieren a su tenedor derecho a voto en la asamblea del consejo de administración, por lo que, - el control de la empresa no es alterado, ya que tales accionistas no intervienen en las decisiones directivas -.

Son clasificadas en las siguientes categorías :

*** Acciones preferentes con derecho acumulativo :**

Aquellas en las que se ha pactado, que independientemente de los resultados que halla tenido la empresa en el ejercicio contable, no le permitan cubrir el dividendo acordado, por lo que les será acreditado y cubierto en el próximo ejercicio o cuando las utilidades de la empresa lo permitan.

**** Acciones preferentes no acumulativas :**

Aquellas cuyo dividendo no se acumulan. Si en un ejercicio determinado no hay utilidades para su distribución dan derecho a exigir un dividendo del 5%, que es el establecido por la ley y que podrá ser cubierto en los años siguientes.

***** Acciones preferentes participantes :**

Son acciones que tienen derecho a participar además del dividendo fijo, en uno extraordinario sobre el resto de las utilidades, cuando éstas llegan a superar un porcentaje en ganancias determinado.

****** Acciones preferentes convertibles :**

Son aquellas para las cuales se ha pactado que después de un período previamente fijado se transformarán en acciones comunes.

Las acciones también se clasifican de acuerdo a la actividad de la empresa cuyo capital representan, ya que, las acciones de las empresas de un mismo giro poseen características similares y su comportamiento en conjunto sirve como parámetro de comparación para empresas individuales, las principales divisiones son :

- Acciones de Seguros y Fianzas.
- Acciones de Casas de Bolsa.
- Acciones Industriales, Comerciales y de Servicios.
- Acciones de Sociedades de Inversión Comunes.
- Acciones de Sociedades de Inversión de Renta Fija.
- Certificados de Aportación Patrimonial.

Además las acciones también son clasificadas por sector, ramo y sub-ramo, entre otras.

3.3. Modalidades y formas de emisión accionaria.

Las formas u operaciones más comunes de penetración en el mercado público son :

En firme: Consiste en que el intermediario colocador - Casa de Bolsa - se encarga de realizar la emisión asumiendo todos los riesgos.

Al mayor esfuerzo: Ocurre el evento contrario.

Se reconocen tres tipos de emisión en relación al destino de los fondos a obtener:

a) Emisión primaria :

El destino de los fondos en la emisión serán canalizados directa y totalmente a la actividad y giro de la empresa.

Los rubros que indicarán la conveniencia para una emisión primaria serán :

El monto.

Refiere :

- El requerimiento financiero de la empresa.
- El porcentaje de capital social que se desea vender.
- La capacidad de abastecimiento del mercado.

El momento: Debe ser oportuno, se encuentra determinado por las situaciones internas de la empresa y las condiciones existentes en el Mercado de Valores.

La estrategia a tomar para el éxito de la emisión primaria dependerá en gran medida de las siguientes situaciones económico-financiera:

Internas	Externas
<ul style="list-style-type: none">- Nivel de penetración en el mercado.- Planes y proyectos de Inversión a realizar.- Necesidades Financieras.	<ul style="list-style-type: none">- Actividad económica general.- Costo de otras alternativas de financiamiento.- Nivel de múltiplos existentes en el mercado.

Para la determinación de los costos de emisión :

Los principales elementos a considerar son :

- Cuotas.
- Comisiones.
- Costo del estudio técnico.
- Costos de oportunidad inherentes a la emisión.

El costo para el accionista, consiste en el importe neto de las utilidades, de la plusvalía del capital y del valor de los activos intangibles trasladados a los nuevos accionistas adquirentes de la emisión.

Los efectos financieros de mayor relevancia para la empresa son (48) :

RUBROS	EFFECTOS
Activos.	Aumenta - en especial los fijos -
Pasivos.	Sin modificación.
Capital contable.	Aumenta.
Utilidades.	Aumenta.
Flujo de efectivo.	Aumenta.
Valor de la empresa.	Aumenta.
Rentabilidad corporativa.	Aumenta o disminuye según su estrategia.
Participación de accionistas.	Disminuye.
Originales.	Disminuye proporcionalmente a la entrada de nuevos accionistas.

b) Emisión secundaria :

Se caracteriza por que a diferencia de la anterior los recursos serán captados por el accionista.

El costo para el accionista (49) se constituye por :

- Cuotas.
- Comisión de colocación.
- Costo de los estudios técnicos de factibilidad.
- Costo de oportunidad (50).

(48) Tales efectos serán abordados con mayor profundidad al final del capítulo, en el cual se considera la determinación de la estructura óptima del capital de la empresa y el nivel óptimo de apalancamiento, la metodología utilizada para tales efectos tiene como finalidad, el mostrar de una manera didáctica la relación y determinación de todos éstos rubros y efectos .

(49) La empresa no incurre en este tipo de costos ya que los fondos que sean obtenidos se dirigirán al accionista.

(50) Es la diferencia entre la productividad financiera del monto captado y la tasa de rentabilidad integral que se deja de ganar, por el porcentaje del capital social emitido.

Los efectos corporativos para la emisión secundaria, pueden ser altamente riesgosos, en vista, que los recursos captados, son indirectamente ajenos a la actividad del giro de la empresa, por lo que suelen ser emisiones especulativas, de aquí se explica el nivel de riesgo. Los rubros financieros para la empresa, utilizando ésta emisión, tienden a permanecer constantes.

c) Emisión mixta :

Es un híbrido de las dos anteriores y sus características se determinan en función del tipo de emisión que predomine, de las necesidades y estrategia de financiamiento que más convenga a los intereses de la empresa, según el administrador financiero que la realice.

El precio de la emisión :

Su importancia radica, en que será reflejado en el porcentaje del capital social a vender.

Para su determinación deberá considerarse :

- Los múltiplos precio/utilidad y precio/valor contable de mercado.
- Los múltiplos precio/utilidad y precio/valor contable del sector a que pertenece la emisora.
- Múltiplos de empresas similares.
- Utilidades estimadas de la emisora.
- Los mercados y riesgos de la empresa.
- Los planes y proyectos corporativos.

d) Otras modalidades de emisión accionaria.

La legislación mexicana reconoce diversas formas en las que las acciones pueden ser emitidas, ellas son indicadas a continuación :

- En cuanto a su forma de pago :

De numerario:

Aquellas acciones que son o serán totalmente cubiertas con dinero en efectivo. En el momento de suscripción deberá pagarse mínimamente el 20% de su valor nominal.

En especie :

El importe que represente será cubierto con bienes distintos al numerario, y al suscribirse deberán quedar íntegramente exhibidas (pagadas) (52). Deberá especificarse dentro de la escritura constitutiva lo siguiente:

- * Los bienes que se aportan.
- ** El valor asignado a los mismos.
- *** El criterio seguido para su valorización.

- En tesorería :

Acciones emitidas con base en el capital social autorizado, pero no suscritas, y que se guardan en la caja de la sociedad para ser entregadas a los futuros suscriptores, contra el pago de su aportación y de las primas adicionales que la sociedad fije para su caso.

- Por capitalización de utilidades (o reservas) :

Acciones que representen el aumento de capital de la sociedad vía reimpresión de utilidades, cuando se lleva a cabo una conversión de utilidades en capital, se entregan acciones a los socios en proporción al número de acciones antiguas de que sean poseedores.

- Por capitalización de superávit:

Son aquellas acciones que representan el aumento de capital de la sociedad, proveniente de la relajación de los activos, por lo que se entregarán nuevas acciones a los socios en el momento de dicha capitalización.

- En cuanto al cumplimiento de oportunidades :

- Liberadas:

Acciones cuyo importe ha sido íntegramente cubierto por el suscriptor.

- Pagadoras :

Acciones que no han sido pagadas en su totalidad, por que no se han señalado ó vencido el término de la exhibición, para tal caso la aplicación de utilidades se hará en proporción al capital pagado.

(52) La ley general de sociedades mercantiles (Art.141) dispone: Las acciones pagadas en todo o parte, mediante aportaciones en especie, deben quedar depositadas en la sociedad durante dos años. Si en éste plazo aparece que el valor de los bienes es menor a un 29% del valor por el cual fueron aportados, el accionista está obligado a cubrir la diferencia a la sociedad, la que tendría derecho preferente respecto a cualquier acreedor sobre el valor de las acciones depositadas.

- En cuanto a su forma de circulación :

- **Nominativas:** (y de circulación restringida, cuando interviene el consejo de administración). Acciones expedidas a nombre de su propietario, para lo que se requiere del cumplimiento de ciertos requisitos, tales como el endoso, registro del mismo por la sociedad emisora en el registro de acciones nominativas, etc.

- Al portador :

Acciones que no llevan ó expresan el nombre de su propietario, cuya sesión se verifica por la sola transmisión del título, siempre y cuando, se encuentren totalmente suscritas y pagadas.

- En cuanto a los derechos que confieren :

a) Ordinarias (Comunes) :

Bajo contrato no tienen calificación o preferencia alguna, y confieren a sus tenedores iguales derechos y obligaciones. Mantienen voz y voto en las decisiones políticas de la empresa y derecho a percibir dividendos después de pagados los dividendos de las acciones preferentes.

b) Preferentes :

Aquellas Acciones con derecho a percibir un dividendo anual fijo y acumulativo, pero cuyo derecho a voto está limitado. Mantienen prioridad sobre las acciones comunes en el pago de dividendos, así como, en el reembolso del capital si la empresa entra en liquidación.

- En cuanto a la nacionalidad y carácter del accionista :

- **Exclusivas para mexicanos.** Acciones que podrán ser suscritas en exclusiva por personas de nacionalidad mexicana:

a) De libre suscripción. Pueden ser suscritas por cualquier persona sin importar su nacionalidad.

b) Exclusivas para el Estado. No pueden ser adquiridas por persona alguna, salvo el estado mexicano.

3.4. Mecanismos y tiempos para la emisión de acciones.

A) Requisitos Básicos.

El artículo 33 de la Ley del Mercado de Valores se estipula: Los los valores podrán ser operados en Bolsa, siempre y cuando satisfagan con los siguientes requisitos :

- i) Tener capital mayoritariamente mexicano.
- ii) Que estén inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios (órgano público, formado por una sección de valores y otra de intermediarios a cargo de la C.N.V.)
- iii) Que los emisores soliciten su suscripción en la Bolsa de que se trate.
- iv) Que los Valores emitidos, la escritura constitutiva de la emisora y sus reformas se ajusten a las leyes vigentes.
- v) Que la emisora acredite solvencia, liquidez y rentabilidad.
- vi) Compromiso de la emisora de no manejar información privilegiada.

B) Mecanismos para inscribir valores en el Registro Nacional de Valores e Inscripción en Bolsa.

Los mecanismos para la emisión de acciones pueden ser sintetizadas en cuatro etapas básicas, las cuales son:

1) Etapas Contacto Empresa – Casa(s) de Bolsa.

Las empresas que cumplen con los requisitos mencionados con anterioridad generalmente mantienen un contacto inicial con una Casa de Bolsa, la que proporcionará la asesoría requerida y necesaria para la emisión, realizando estudios profundos en la forma y definición del lanzamiento de acciones al público inversionista.

Por otra parte la empresa puede hacer una selección de entre las distintas Casas de Bolsa, y trabajar con la que mejor servicios le ofrezca, o en su caso recurrir a la BMV y solicitar un directorio de Casas de Bolsa autorizadas para tal efecto.

Independientemente de como se origine el contacto inicial, se terminará con un contrato de colocación pública suscrito entre los representantes legales de la empresa y la(s) Casa(s) de Bolsa, en el se contemplará la comisión que cobran la(s) Casa(s) de Bolsa, por el tipo de asesoramiento que la empresa solicite y parte de Éstos pueden ser :

a) Asesoría referente a, si la empresa está o no en condiciones de emitir acciones.

- Si no es así, la Casa de Bolsa expondría los motivos y propondrá las formas de solución, para que en algún futuro la empresa podría estar en condiciones de concluir la emisión.

b) Asesoría en los trámites necesarios ante las entidades que intervienen en la colocación pública de acciones .

Ellas son :

- Realizar la inscripción de las acciones en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios ante la Comisión Nacional de Valores (53).
- Realizar la inscripción de las acciones ante la Bolsa Mexicana de Valores S.A. de C.V. (B.M.V.).
- Realizar el depósito de las acciones, objeto de oferta pública en el Instituto para el Depósito de Valores (INDEVAL) (54).
- Llevar a cabo los trámites requeridos ante otras entidades, que de alguna forma intervengan en la autorización de la oferta pública.

(53) C.N.V. Comisión Nacional de Valores. Según la Ley del Mercado de Valores (capítulo 5, Art.40.). Es el organismo encargado de regular el Mercado de Valores y de vigilar la debida observancia de dichos ordenamientos. Ver Ley del Mercado de Valores.

(54) INDEVAL. Instituto para el Depósito de Valores. Según la Ley del Mercado de Valores (Art.55.). Tiene por objeto el prestar servicio público en relación con la guarda, administración y compensación, liquidación y transferencia de valores. Ver Ley del Mercado de Valores.

c) Asesoría en la evaluación financiera acorde a las practicas bursátiles.

- Análisis técnicos de los estados financieros (históricos y proyectados).
- Análisis técnicos de las fuentes específicas de financiamiento con que cuenta la empresa.
- Análisis de los proyectos de inversión, así como, su contribución en las utilidades futuras.
- Análisis de la estructura del capital contable.
- Análisis de la rentabilidad operativa, en la generación de utilidades presentes y futuras.

d) Asesoría en la evaluación del entorno que prevalece en la empresa y fuera de ella.

- Evaluación de su administración e imagen que se tiene en el medio financiero.
- Evaluación de su fuerza de trabajo y el clima laboral que prevalece.
- Evaluación de la actividad de la empresa y su mercado.
- Evaluación de la asistencia técnica y condiciones en las que fueron pactadas.
- Evaluación de las instalaciones volúmenes de instalación y capacidad instalada.
- Evaluación de los incentivos fiscales que la empresa tenga.

e) Asesoría en la evaluación jurídico-estatutaria acorde en las prácticas bursátiles.

- Realización de una compusa estatutaria, desde su constitución hasta su última reforma, asegurándose de haber cumplido con los requisitos jurídicos que rigen nuestras leyes mercantiles.

- **Dictámen de los estatutos vigentes de la empresa, referentes a :**
 - Requisitos de forma.
 - Permiso de la Secretaría de Relaciones Exteriores.
 - Capital, suscripción y pago de las acciones.
 - Convocatorias, Quórum y mayoría exigida para asambleas.
 - Administración.
 - Aplicación de utilidades.
 - Aumentos y disminución de capital.
 - Ejercicios sociales.
 - Disolución y liquidación.
 - Escritura y Registro.

f) Asesoría en la preparación, aprobación y lanzamiento de una oferta pública.

- Análisis de la forma y características de las acciones.
- Análisis del monto y volumen idóneo necesario para una dilación exitosa.
- Análisis de las zonas geográficas donde será dirigida la colocación y los medios de difusión existentes.
- Análisis de los posibles adquirentes autorizados para suscribir las acciones.
- Elaborar un prospecto de colocación pública con la autorización de la C.N.V.
- Formulación de un sindicato o grupo colocador a través de las Casas de Bolsa existentes .
- Determinación del precio de colocación y los tipos de colocación contractuales.
- Determinación de la vigencia temporal del precio en el mercado secundario.
- Determinación del monto idóneo de lanzamiento de la oferta, acorde a las condiciones del mercado.

La comisión cobrada por la Casa(s) de Bolsa, se encuentra en función de la asesoría que la empresa emisora pacte con ésta(s), generalmente fluctúa entre un 4% y 7% sobre la colocación accionaria de que se trate (55).

2) Etapa Coordinación y Estudios Técnicos Previos de Evaluación.

Se pretende solicitar las inscripciones de las acciones en la C.N.V. y en la B.M.V. Para su autorización legal de operaciones, es preciso para la empresa, cumplir con los requisitos que exigen éstas instituciones.

En el plazo que es requerido para la realización del aspecto legal, la Casa(s) de Bolsa desarrollará las siguientes actividades :

- i) Llevar a cabo la elaboración de la estructura sobre los posibles adquirentes de las acciones y solicitar la aprobación ante la C.N.V., para poder ser objeto de inversión institucional.
- ii) Determinar el número de acciones que serán colocadas mediante la oferta pública y solicitar la autorización ante la propia C.N.V.
- iii) Llevar a cabo la elaboración de proyectos de avisos en los medios de difusión, mismos que deberán contar con la aprobación de la C.N.V.
- iv) Conforme a la características y derechos que integran la estructura accionaria de la emisora y consecuentemente de las acciones objeto de la oferta pública.
- v) Elaborar el proyecto de un títulos-valor con sus respectivos cupones, representativo de una acción, el cual debe ser sometido a la C.N.V. y a la B.M.V.
- vi) Se desarrollará la mecánica legal que formalice la suscripción de las acciones que son objeto de la oferta al precio autorizado de colocación pública.
- vii) Elaborar un proyecto de prospecto informativo que contemple las principales características financieras y económicas de la empresa.

(55) Costos que son considerados como costo de emisión y colocación.

- viii) Elaborar un estudio técnico para la fijación del precio de colocación de las acciones; el cual se elaborará de común acuerdo con los representantes de la empresa, iniciando la negociación ante la C.N.V. para su consideración y obtención de las fechas de salida a oferta pública.

Posteriormente la empresa emisora recibirá un oficio de la C.N.V. donde se le comunique, según los acuerdos de su H. Junta de Gobierno lo siguiente :

- Autorización de su inscripción ante el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, sección de valores, número de acciones, objeto de su solicitud y consecuentemente de las que se tomarán para la oferta pública.
- Aprobación de dichas acciones para ser objeto de inversión institucional .
- Autorización del número de acciones que serán colocadas.
- Aprobación del prospecto, avisos de oferta pública y otras publicaciones necesarias incluyendo previamente las modificaciones que ese organismo haya sugerido.

Además la empresa, recibirá una carta por parte de la B.M.V. a través de la cual se le comunicará el acuerdo tomado por su consejo de administración, respecto a la solicitud de inscripción de las acciones, tomando como base los estudios que su reglamento interior determine.

3) Etapa: Definición de Fecha de Lanzamiento.

- Tanto la empresa como la Casa de Bolsa deberán contar ya con el oficio y carta de la C.N.V. y B.M.V. respectivamente.
- Empresas y Casa de Bolsa evaluarán el plazo del oficio de la C.N.V. para efectuar la colocación y determinar las fechas idóneas de tal plazo.
- La Casa de Bolsa deberá evaluar sus posibilidades de distribución entre el público en las zonas geográficas donde se colocarán las acciones, así como, asegurar una amplia dilución de las mismas.
- En éste período la Casa de Bolsa debe tener disponible la impresión de los títulos de las acciones e informar en su oportunidad a la B.M.V., para que informe al INDEVAL, con el objeto de que la Casa de Bolsa pueda depositar los títulos, objeto de oferta pública.
- La Casa de Bolsa debe proveer en su oportunidad a la empresa, los recursos captados de la colocación de las acciones.

Es el momento en el que la Casa de Bolsa solicitará a la B.M.V. la autorización de realizar la operación de "Cruce" (56). A través de su representante en el "piso o salón de remates", anexando las autorizaciones respectivas de la misma B.M.V. y C.N.V.

4) Etapas de Información a la Comisión Nacional de Valores y Bolsa Mexicana de Valores S.A. de C.V.

Tal información está estructurada a través de disposiciones y reglamento interior respectivamente. Dicha información permite un sano desarrollo de las acciones así como de la imagen de la empresa emisora.

La información contempla aspectos tales como :

- i) Información financiera trimestral .
- ii) Información sobre situaciones extraordinarias que tengan repercusiones en la estructura financiera y utilidades, o bien sobre cualquier cambio de políticas contables en relación al ejercicio inmediato anterior.
- iii) Cambio de los miembros del consejo de administración, en funciones, así como, de los principales funcionarios.
- iv) Copia autorizada del acta de la asamblea de accionistas y copia autorizada del acta de cualquier sesión del consejo de Administración, que informe sobre fechas y formas de pago de dividendos, exhibiciones de acciones pagadas y suscripción y pago de acciones en tesorería.
- v) Convocatorias de asambleas generales de accionistas.
- vi) Comunicación sobre cualquier nulificación, pérdida, alteración o transferencia de que haya sido objeto los títulos su emisión.
- vii) Estados financieros del ejercicio social inmediato.

(56) Operación de cruce: Cuando un mismo corredor de valores representa a un tiempo los intereses de vendedores como de compradores, por precios y cantidades compatibles entre sí, por ello no requiere en buscar mercado para formalizar tal transacción, siendo requisito que todas las operaciones bursátiles - el cruce no es excepción - se formalicen públicamente en el piso de remates, dando oportunidad a terceros interesados en participar en toda operación legalizada. De ésta manera, el corredor intentará realizar las operaciones de compra-venta entre las cantidades y precios convenidos por sus clientes. Para tal caso, se utiliza ésta operación en específico, en vista, que la mayor parte de las lanzamientos son en firme, para ello, el intermediario - Casas de Bolsa- tiende a colocar los títulos dentro de su propia clientela de manera previa.

ESTA TESIS NO DEBE
SALIR DE LA BIBLIOTECA

d) Tiempos de las etapas para un prospecto (57).

Primera Etapa :	Tiempo Aproximado 3 días hábiles.
Segunda Etapa :	Tiempo Aproximado 18 días hábiles.
Tercera Etapa :	Tiempo Aproximado 10 días hábiles.
Cuarta Etapa :	Tiempo Aproximado 5 días hábiles.

Tiempo Total Aproximado. 36 días hábiles

3.5. Ventajas y desventajas de la emisión de acciones.

Ventajas de la emisión de acciones:

- Es una opción de financiamiento que permite incrementar el volumen de capital en la empresa disminuyendo relativamente los pasivos, ello es, cuando la relación pasivo-capital es positiva, el efecto contrario sucedería al recurrir al crédito bancario facilitando el crecimiento bajo recursos propios sin generar deuda.
- Para las acciones comunes, la empresa pagará dividendos sólo cuando se generen utilidades, sin comprometer recursos futuros.
- Las acciones comunes son vendidas con una gran facilidad, en vista que regularmente mantienen un rendimiento esperado alto .
- No existe fecha de vencimiento para amortización .
- No existe impuestos a la ganancia de capital, por lo que las ganancias son mayores relativamente al de otros instrumentos.

(57) Ver cuadro No.5 . Ruta Crítica de un prospecto de emisión.

Cuadro 5.

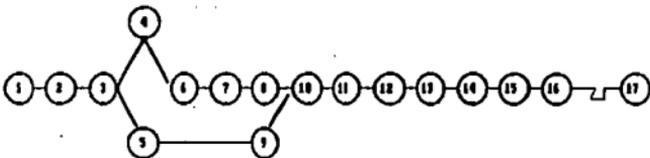
RUTA CRÍTICA DE UN ESTUDIO DE SOLICITUD DE INSCRIPCIÓN

1a. Etapa. 1 - 7

3a. Etapa. 12 - 14

2a. Etapa. 5 -11

4a. Etapa. 15 - 16



- | | |
|--|--|
| 1 Presentación de inscripción. | 2 Entrevista con colocadores. |
| 3 Revisión de solicitud. | 4 Solicitud de cartas de puntos pendientes de la empresa. |
| 5 Envío de documentos al asesor legal. | 6 Programación y desarrollo del estudio. |
| 7 Visita de la empresa por la dirección general ENV. | 8 Entrevista con colocadores para últimos detalles. |
| 9 Recepción del dictamen jurídico. | 10 Terminación del estudio. |
| 11 Opinión de la gerencia de análisis. | 12 Aprobación del estudio por parte de la dirección general. |
| 13 Impresión del estudio. | 14 Aprobación de la solicitud de inscripción. |
| 15 Aviso de aprobación de la empresa y la CNV. | 16 Ratificación de la CNV. |
| 17 Oferta pública. | |

- Ejerce un estímulo y presión para la profesionalización y alta eficiencia en la administración de la empresa.
- Incrementa la credibilidad, imagen y prestigio en la de la empresa en el mercado.
- Es considerado un vehículo ideal para la mexicanización de empresas.

Desventajas de la emisión de acciones:

- Existe un alto costo de colocación y distribución de los títulos.
- Existe una democratización en la titularidad de la empresa, dificultándose el control de la empresa para los propietarios originales, y a su vez, las utilidades generadas son distribuidas entre un mayor número de personas.
- El derecho a voto en asambleas de la empresa se extiende a un mayor número de propietarios comunes.
- La colocación de los títulos en el futuro tiende a ser incierta.
- Fuertes caídas en el precio de mercado de las acciones representará incrementos en el costo del capital.
- Cuando el nuevo capital adquirido, resultado por la colocación de las acciones no es usado eficientemente para incrementar las utilidades potenciales, existirá una dilución de las utilidades de los accionistas en términos de ganancias por acción, perjudicando la colocación de acciones comunes en el mercado.
- Existe cierto riesgo de pagar altos costos de financiamiento.

3.6. Estructura óptima de capital. Estrategias, efectos y algunas reflexiones teóricas.

Como se señaló al inicio del capítulo, la empresa para financiar tanto su capital como sus actividades, deberá utilizar diferentes fuentes de recursos financieros. Por lo que ahora surge la interrogante, ¿cuál será aquella proporción que se deberá de guardar en los pasivos contables de recursos financieros? y ¿el por que se deberá realizar tal combinación de manera forzosa en el balance de la empresa? (58). Así como también, ¿como reconocer los niveles de endeudamiento, para evitar que éste no exceda los márgenes de utilidad, reconociendo si la estrategia de financiamiento tomada por la administración de la empresa es eficiente o no?.

(58) El Balance General es la expresión contable de la empresa, y para efectos de análisis financiero es el instrumento de mayor utilidad en vista de la información que contiene, por ello es también conocido dentro de los diferentes estados financieros como el Estado de situación Financiera o contable dentro de otros nombres.

Para explicar lo anterior, es de gran utilidad el uso de los términos: Estructura Óptima de Capital, Costo de Capital y Nivel Óptimo de Apalancamiento.

a) El Concepto.

La estructura óptima de capital, significa las proporciones de diferentes tipos de títulos emitidos por la empresa. La óptima (la mejor), es aquel conjunto de combinaciones que maximiza el valor total de la empresa (59), en vista que en éste rango se alcanza el valor máximo de la empresa, para los propietarios originales.

De lo anterior se deduce, que una administración eficiente deberá utilizar aquella proporción de deuda a valor total, al mismo grado de apalancamiento financiero (60), que maximiza el valor de la empresa, ésto proporcionará el retorno ó interés financiero más alto para los accionistas o propietarios originales, los cuales se rigen bajo el criterio de optimización de la utilidad, que es el principio de toda actividad empresarial en el régimen capitalista de producción en el que nos desenvolvemos.

La polémica en torno a éste problema no es nueva, algunos críticos hace años planteaban, su escepticismo sobre la idea, de que si realmente existe una estructura óptima de capital o no, en vista que todas las empresas presentan particularidades, todas ellas distintas, lo cual es lógico y justificable en una primera instancia.

Si el concepto de estructura de capital es considerado de manera estricta, tales críticas serían válidas, pero si para ello, se involucra el concepto "óptimo", entendido como el punto o mejor nivel (como se dijo antes, aquel punto en el que se maximiza el valor de la empresa, para los accionistas originales), tal planteamiento es válido. A continuación se procede a explicar el instrumental y la técnica básica, para determinarlo, comprobando las hipótesis planteadas para ésta parte de la investigación.

(59) SCHALL, Laurence. Administración Financiera. Mc. Graw Hill. México, 1991. Pág.351.

(60) Generalmente surge una confusión al manejar estos dos conceptos (estructura óptima de capital y nivel óptimo de apalancamiento), ambos refieren el problema de escoger la mezcla apropiada de deuda y patrimonio. Se aclara que el primer concepto, además de ser de un uso más convencional cubre una gama más amplia de resultados y es de mayor importancia en cuestiones del análisis financiero, el segundo concepto también de riqueza analítica, pero más limitada como adelante se observará.

Al estudiar el problema de la estructura financiera óptima, en la práctica el analista financiero, definitivamente, deberá formular sus propias políticas de acuerdo a la necesidades y medio económico-financiero en el que su empresa se desenvuelva, para ello se deben considerar mínimamente las siguientes reflexiones teóricas:

Como se señaló anteriormente, el término estructura de capital, se encuentra íntimamente relacionado con el concepto de Costo de Capital y Aplancamiento Financiero, ya que si se considera éste último para tratar de hacer un estructura de capital óptima, en la que se maximiza las utilidades de los accionistas, existiría una tendencia a usar pasivos en grandes cantidades en relación con el capital de la empresa.

Antes de tomar cualquier decisión, es requisito indispensable: primero evaluar la empresa (61), y posteriormente entender su relación con el riesgo, el rendimiento y el valor de la empresa.

Como se mencionó anteriormente, la empresa cuenta con dos tipos básicos de capital: El adeudo ajeno y el de aportación o patrimonio. Las cuales poseen diferencias notables y fueron abordadas en el capítulo anterior. Vease el siguiente comparativo:

Características .	Tipos de Capital	
	Adeudo	Aportación.
Intervención en la administración.	NO	SI
Derecho sobre ingresos y activos.	Subordinado al adeudo	Según antigüedad
Vencimiento.	Establecido	Ninguno

El capital de adeudo, comprende cualquier tipo de fondo a largo plazo obtenido en préstamos, mientras que el capital de aportación consiste en los fondos a largo plazo proporcionados por los propietarios de la empresa, el cual se espera permanezca indefinidamente en manos de la empresa. Las fuentes básicas de capital de aportación son las acciones preferentes, las acciones comunes y las utilidades retenidas.

(61) Se debe, a la estrecha vinculación que existe entre el precio de las acciones y el funcionamiento de la estructura de capital, con un solo objetivo, proporcionar el máximo beneficio a la empresa y a los accionistas comunes.

Un factor clave e importante que debe ser considerado al analizar la estructura de capital es el riesgo. El que participa de las siguientes formas:

- 1) La estructura de capital debe coincidir con el riesgo de la empresa, y
- 2) La estructura de capital resulta en cierto nivel de riesgo financiero.

El riesgo actúa como un elemento importante en la toma de decisiones de la estructura de capital, de lo que resulta naturalmente un cierto nivel de riesgo financiero.

Dos serían los tipos de riesgos a los cuales nos enfrentaríamos: el riesgo comercial y el riesgo financiero. El primero es un resultado del apalancamiento operativo (62), cuanto mayor sea el costo de operación fijo de la empresa, tanto mayor será su riesgo comercial, para éstos casos la empresa deberá ser más cauta al establecer su estructura de capital, aquellas empresas que posean un alto riesgo comercial tenderán entonces hacia una estructura de capital con un grado menos alto de apalancamiento por cuestiones de seguridad de la empresa.

El riesgo financiero se define simplemente, como el riesgo resultante del apalancamiento financiero, que refiere la relación de las utilidades antes de impuestos e intereses y las utilidades por acción, por tanto cuanto más financiamiento de costos fijos (intereses por adeudo) y acciones preferentes tenga una empresa en su estructura de capital, será mayor su riesgo financiero.

El aspecto crítico en el concepto de estructura de capital, es si el apalancamiento financiero (63), pone o no en peligro las utilidades que los inversionistas esperan obtener de sus acciones ordinarias, ya que obviamente el uso de grandes cantidades de pasivos, harían que sus inversiones fueran cada vez más riesgosas (64). Y de ser así, tendrían un efecto sobre la valoración de las acciones llevando su precio en el mercado a la baja.

Por lo anterior se deben de analizar las diferentes teorías y suposiciones que existen al respecto, y en un segundo término, conocer las imperfecciones que hay en el entorno que viven las empresas y el mercado bursátil, para evaluar acertadamente las decisiones relacionadas con la estructura de capital y en la toma de decisiones empresariales para estos casos.

(62) Apalancamiento operativo: Describe la relación, entre las ventas de la empresa y sus utilidades antes de intereses e impuestos.

(63) Apalancamiento financiero: Proporción que guardan las deudas en relación con el capital propio de una empresa.

(64) Desde una perspectiva de riesgo financiero.

b) Suposiciones y definiciones.

Se tendría que empezar a analizar, si una empresa puede ó no, afectar su valoración total (Pasivo más Capital) y sus costos de capital, cambiando la combinación de su financiamiento, ésto es su estructura financiera. Se deben hacer las siguientes suposiciones y definiciones:

Suposiciones.

Las suposiciones son:

- a) No existen los impuestos.
- b) El porcentaje entre pasivos y capital, se cambia obteniendo pasivos para readquir acciones o emitiendo obligaciones, para pagar pasivos (65).
- c) Se toma como política el destinar el 100% del pago de sus utilidades al pago de dividendos.
- d) No se espera que crezcan las utilidades de operación.
- e) El riesgo operativo se mantiene constante.

Definiciones.

Las definiciones a considerar son :

a) K_i = Rendimiento de los pasivos de la empresa, y se obtienen los cargos anuales por financiamiento entre el valor de los pasivos en el mercado (66).

$$K_i = F / B$$

Donde :

K_i = Rendimiento de los pasivos de la empresa.

F = Cargos anuales por financiamiento.

B = Valor de los pasivos vigentes en el mercado.

b) K_e = Es el índice Utilidades/ Precio al cual representa el costo de las acciones comunes (67).

(65) En otras palabras, se realiza de manera inmediata un cambio en la estructura de capital.

(66) VAN, Horne James. **Financial Management and Policy**. 7th Edition. Prentice Hall. U.S.A., 1985. Pág. 277.

(67) VAN, Horne James. **Financial Management and Policy**. 7th Edition. Prentice Hall. U.S.A., 1985. Pág. 278.

$$K_e = E / S$$

Donde:

K_e = Costo de las acciones.

E = Utilidades disponibles para los dueños de acciones ordinarias.

S = Valor de mercado de las acciones en circulación.

c) K_o = El costo promedio ponderado de capital (69).

$$K_o = O / V$$

Donde:

K_o = Costo promedio ponderado de capital.

O = Utilidades antes de intereses e impuestos.

V = Valor total de la empresa.

$$\text{Para lo que : } V = B + S$$

d) Diferentes enfoques para la valoración de las utilidades.

Se conocen tres enfoques teóricos, para la valoración de las utilidades de una empresa: El enfoque del Ingreso Neto (NI), el enfoque del Ingreso Operativo Neto (NOI) y el enfoque Tradicional. Los cuales representan extremos en la valoración de una compañía, con respecto a su grado de apalancamiento, como éstos enfoques son la base para la teoría de la estructura de capital deben ser analizadas independientemente.

e) El Enfoque del Ingreso Neto.

Ilustrando el enfoque del Ingreso Neto (NI), considerese una empresa con cinco grados de apalancamiento diferentes (Ver tabla No.1), en el que los rendimientos de los pasivos (K_i) de 5%, el costo de las acciones comunes ascienden a 15%, y las utilidades antes de intereses son de \$8'000,000, que permanecen constantes para todos los casos.

(69) Van Horne, James. Financial Management and Policy. 7th Edition. Prentice Hall. U.S.A., 1985. Pág. 277.

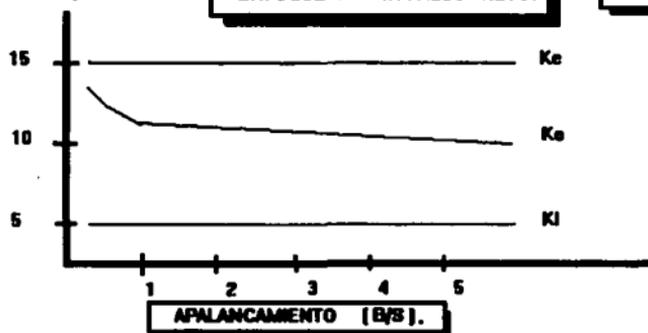
Tabla No. 1

Concepto	Empresa A	Empresa B	Empresa C	Empresa D	Empresa E
Pasivo (al 5%),	10.000.000	20.000.000	30.000.000	40.000.000	50.000.000
Capital,	50.000.000	40.000.000	30.000.000	20.000.000	10.000.000
Utilidad Antes de Intereses,	8.000.000	8.000.000	8.000.000	8.000.000	8.000.000
Número de Acciones,	5.000	4.000	3.000	2.000	1.000
Relacion de apalancamiento,	0,2	0,5	1,0	2,0	5,0
O Utilidad antes Impuestos,	8.000.000	8.000.000	8.000.000	8.000.000	8.000.000
F Intereses,	500.000	1.000.000	1.500.000	2.000.000	2.500.000
E Utilidades Disp.Acc.Ordinarias,	7.500.000	7.000.000	6.500.000	6.000.000	5.500.000
Ke (Constantes),	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%
S Valor de Mercado Acciones,	50.000.000	48.666.667	43.333.333	40.000.000	38.666.667
B Valor Mercado Pasivos,	10.000.000	20.000.000	30.000.000	40.000.000	50.000.000
V Valor Total Empresas,	60.000.000	68.666.667	73.333.333	80.000.000	88.666.667
Ko Costo de capital,	13,00%	12,00%	10,90%	10,00%	9,20%
Valor de las Acciones,	10.000	11.667	14.444	20.000	38.667

Porcentaje

ENFOQUE DEL INGRESO NETO.

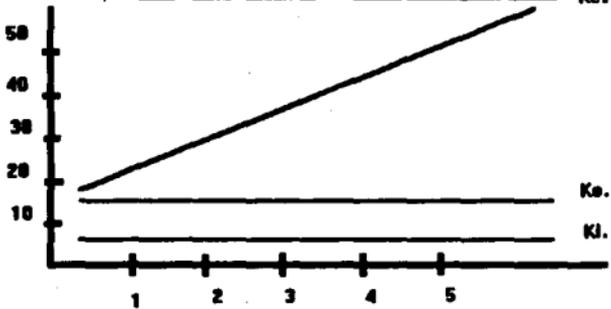
Gráfica 9.



Porcentaje

ENFOQUE DEL INGRESO OPERATIVO NETO.

Gráfica 10



APALANCAMIENTO [B/S]

De las utilidades antes de intereses se restan éstos últimos, obteniendo la utilidad disponible para las acciones ordinarias, las que se dividen entre K_e para obtener el valor de mercado de las acciones llamadas S (70).

Para obtener el valor total de la empresa, al valor de mercado de las acciones se le suma el valor de mercado de los pasivos, llamados B .

Una vez calculado el valor total de la empresa, podemos obtener el costo promedio ponderado del capital (o K_o), y las utilidades por acción, las cuales tienden a disminuir y al aumentar respectivamente cuando se incrementa el grado de apalancamiento (Ver gráfica 9).

Como puede observarse, las suposiciones críticas del Enfoque del Ingreso Neto son que K_i y K_e permanecen constantes al aumentar el grado de apalancamiento.

Se tiene que a medida que la proporción de pasivos baratos aumenta en la estructura de capital, el costo promedio ponderado de capital, K_o , disminuye y se acerca a los costos de los pasivos, K_i . Por lo que la estructura óptima de capital será aquella, con la cual el valor total de la empresa es el mayor posible y el costo de capital el menor posible (71). Con ésta estructura de capital se maximizará el valor de mercado de las acciones.

Como conclusión a éste enfoque se puede afirmar, que una empresa puede disminuir sus costos de capital de manera continua y aumentar su valoración por medio del uso de pasivos. La parte crítica tanto para los inversionistas como para los acreedores, es que la compañía se vuelve más riesgosa a medida que aumenta su grado de apalancamiento.

(70) Dividimos, porque, recordando que : $K_e = E/S$, y si despejamos S , obtenemos $S = E/K_e$.

(71) LAWRENCE, Schall / CHARLES, W. Halley. *Administración Financiera..*
Ed. Mac Graw Hill. México, 1991. Pág.353.

f) Enfoque del Ingreso Operativo Neto.

Como se dijo anteriormente otro de los enfoques para realizar la valoración de las utilidades de una compañía, es el conocido como el enfoque del Ingreso Operativo Neto o también llamado N.O.I.

Para ilustrar éste enfoque, considérese nuevamente otra empresa con cinco niveles de apalancamiento (72), en las que, tanto los costos de la deuda (K_i), el costo promedio ponderado de capital (K_o) como las utilidades antes de impuestos, deberán permanecer constantes.

Ahora las utilidades se deberán dividir entre K_o (73), con el objetivo de obtener el valor total de la empresa, al que se le resta el valor del mercado de los pasivos para que resulte el valor de mercado de las acciones.

Para obtener K_e , se dividen las utilidades disponibles para los accionistas entre el valor de mercado de las acciones.

Como se puede observar el costo de las acciones comunes (K_e) se ve incrementado con el grado de apalancamiento, aún cuando K_i y K_o permanecieron sin cambios.

La suposición crítica para éste enfoque, es que, K_o permanezca constante, independientemente del grado de apalancamiento, lo que hace incrementarse a K_e de una forma constante. El uso de pasivos baratos se ve contrarrestado por el aumento en el costo de las acciones K_e (74).

En la medida en la cual el costo de capital para una empresa no pueda alterarse por medio del apalancamiento financiero, éste enfoque implica que no existe una estructura óptima de capital, por lo que todas las estructuras de capital serán óptimas, en vista de que el precio por acción en el mercado no se ve modificado por el uso del apalancamiento.

(72) Ver tabla No.2.

(73) Recordemos que $K_o = O/V$, por lo que si despejamos V , obtendremos:
 $V = O/K_o$.

(74) Ver gráfica 10.

Tabla No. 2

Concepto	Empresa A	Empresa B	Empresa C	Empresa D	Empresa E
Pasivo (al 5%)	10.000.000	20.000.000	30.000.000	40.000.000	50.000.000
Capital	50.000.000	40.000.000	30.000.000	20.000.000	10.000.000
Utilidad Antes de Intereses	8.000.000	8.000.000	8.000.000	8.000.000	8.000.000
Número de Acciones	5.000	4.000	3.000	2.000	1.000
Relación de apalancamiento (B/S)	0,2	0,5	1,0	2,0	5,0
O Utilidad antes Impuestos	8.000.000	8.000.000	8.000.000	8.000.000	8.000.000
F Intereses	500.000	1.000.000	1.500.000	2.000.000	2.500.000
E Utilidades Disp. Acc. Ordinarias	7.500.000	7.000.000	6.500.000	6.000.000	5.500.000
O Utilidades.	8.000.000	8.000.000	8.000.000	8.000.000	8.000.000
Ko (Constante)	13,33%	13,33%	13,33%	13,33%	13,33%
V Valor Total Empresa.	60.000.000	80.000.000	60.000.000	60.000.000	60.000.000
B Valor Mercado Pasivos.	10.000.000	20.000.000	30.000.000	40.000.000	50.000.000
Valor de Mercado Acciones.	50.000.000	40.000.000	30.000.000	20.000.000	10.000.000
Ke	15,00%	17,50%	21,67%	30,00%	55,00%
Valor Acciones	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000

g) El Enfoque Tradicional.

Las aportaciones del enfoque tradicional radican, en que sostiene, que si existe una estructura óptima de capital, y que cualquier empresa puede lograrlo, incrementando su valor total a través de un adecuado apalancamiento.

El enfoque tradicional plantea que inicialmente se pueden reducir los costos de capital y elevar la valuación de la empresa a través del apalancamiento. Aunque los inversionistas tiendan a aumentar K_e , esto no neutralizará enteramente el beneficio del uso de pasivos baratos. Cuanto más apalancamiento sea utilizado, los inversionistas penalizarán a la empresa incrementando las tasas de rendimiento que esperan de sus acciones K_e , por lo que después de cierto aumento en K_e , se neutralizarán los beneficios del uso de pasivos baratos para convertirse en pasivos caros.

Para ilustrar este enfoque, consideremos la empresa del enfoque anterior con los mismos cambios realizados en su estructura de capital, como de las mismas utilidades antes de intereses e impuestos (75).

Antes de continuar se aclara: Primero que K_i aumenta a medida que la empresa se vuelve más riesgosa, (76), debido a que los inversionistas penalizarán la empresa exigiendo un interés K_i , más alto sobre las obligaciones que se hayan emitido. Segunda aclaración, el costo de las acciones K_e , es un promedio de los enfoques del Ingreso Neto (NI) y del Ingreso Operativo neto (NOI), ya que el enfoque Tradicional incorpora las ideas comprendidas en ambos enfoques.

Volvamos al ejemplo citado, obtenemos la utilidad disponible para acciones ordinarias, a la que se divide entre K_e (77), para obtener el valor de mercado de las acciones. Para obtener el valor total de la empresa, sumamos el valor de mercado de las acciones y el valor de mercado de los pasivos, por último se obtiene K_o , dividiendo las utilidades antes de intereses e impuestos entre el valor total de la empresa.

(75) Ver Tabla No. 3

(76) Se refiere un riesgo comercial y financiero.

(77) Recordemos que $K_e = E/S$ y si despejamos S , tenemos que: $S = E/K_o$.

Tabla No. 3

Concepto	Empresa A	Empresa B	Empresa C	Empresa D	Empresa E
Pasivo.	10.000.000	20.000.000	30.000.000	40.000.000	50.000.000
Intereses KI.	5,00%	5,00%	5,00%	6,00%	8,00%
Capital.	50.000.000	40.000.000	30.000.000	20.000.000	10.000.000
Número de Acciones.	5.000	4.000	3.000	2.000	1.000
Relación de Apalancamiento.	20,00%	50,00%	100,00%	200,00%	500,00%
O Utilidad Antes de Intereses.	8.000.000	8.000.000	8.000.000	8.000.000	8.000.000
F Intereses.	500.000	1.000.000	1.500.000	2.400.000	4.000.000
E Utilidad Disponibles Acciones.	7.500.000	7.000.000	6.500.000	5.600.000	4.000.000
Ka Promedio NOI y NI	15,00%	18,20%	18,30%	22,50%	36,00%
B Valor Mercado Acciones.	50.000.000	43.209.877	35.519.126	24.888.889	11.428.571
B Valor Mercado Pasivos.	10.000.000	20.000.000	30.000.000	40.000.000	50.000.000
V Valor total de la empresa.	60.000.000	63.209.877	65.519.126	64.888.889	61.428.571
Ko	31,33%	12,86%	12,21%	12,33%	13,02%
Valor de las Acciones.	10.000	10.802	11.840	12.444	11.429

Obsérvese en la gráfica 11, que K_e se incrementa a una tasa creciente con el apalancamiento. En un principio el costo de capital K_o declina con el apalancamiento porque el incremento en K_e , no alcanza a contrarrestar enteramente el uso de pasivos baratos. Como resultado el costo del capital usado K_o , tiende a declinar con el uso del apalancamiento. Después de ese punto el incremento en K_e hace que K_o comience a incrementarse. El aumento en K_o se hace más notorio cuando K_i comienza a incrementarse.

De lo anterior se deduce, que el punto óptimo de la estructura de capital es cuando K_o se encuentra en el punto mas bajo, lo que también trae consigo que el precio de las acciones de las acciones sea mayor en el punto en el que K_o sea más bajo.

h) El Enfoque de Modigliani y Miller.

Modigliani y Miller (M.M.), sostienen en su enfoque, que la relación entre apalancamiento y costo de capital, está explicada por el ingreso operativo neto, realizan una crítica al enfoque tradicional, ofreciendo una justificación de comportamiento para que el costo del capital K_o permanezca constante en diferentes grados de apalancamiento (78).

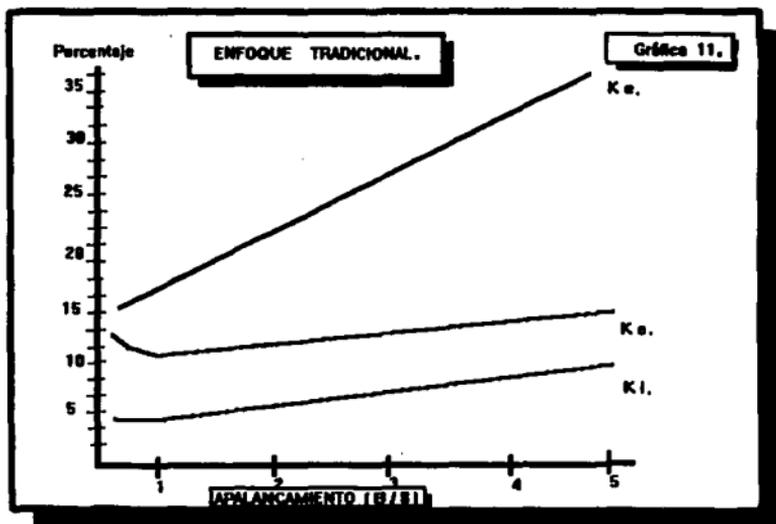
Para poder explicar éste enfoque M.M. plantean algunas suposiciones:

- a) El mercado de capitales es perfecto.
- b) No existen gastos de corretaje.
- c) Las utilidades antes de intereses e impuestos son variables aleatorias subjetivas.
- d) Todas las empresas tienen el mismo grado de riesgo operativo.
- e) No existen los impuestos.

La suposición de M.M. se basa, en la idea de que no importa como se integre la estructura óptima de capital de una empresa, el riesgo total para todos los tenedores de valores negociables no se altera por los cambios producidos en su estructura de capital, por lo que el valor total de la empresa, debe ser el mismo independientemente de la mezcla financiera que se tenga (79).

(78) SUÁREZ, Suárez Andrés. *Decisiones Óptimas de Inversión y Financiación en la Empresa*. Ed. Pirámide. México, 1987. Pág. 332.

(79) SUÁREZ, Suarez Andrés. *Decisiones Óptimas de Inversión y Financiación en la Empresa*. Ed. Pirámide. México, 1987. Pág. 332.



El punto sobre el que se basan M.M. para apoyar tal hipótesis, es la presencia del arbitraje (80) en los mercados de capitales.

El arbitraje elimina la posibilidad de que sustitutos perfectos se vendan a diferentes precios en el mercado, donde esos sustitutos perfectos son dos o más empresas en la misma clase homogénea de riesgos, y que difieren únicamente en su estructura de capital.

Según la teoría de M.M. el valor total de éstas empresas tiene que ser el mismo, ya que sino aparecería el arbitraje y lograría que el precio de las acciones de las empresas se igualen. El punto esencial de ese argumento es que los inversionistas que realizan el arbitraje están en condiciones de sustituir el apalancamiento de la empresa por apalancamiento personal (81).

Para ilustrar éste enfoque, considérese ahora dos empresas idénticas llamadas A y B, con la diferencia que la segunda tiene \$20'000,000 en pasivos al 5%, el costo de las acciones de la empresa B Ke es de 16.2% (82), y el de la empresa A es de 13.3%, (debido al riesgo financiero asociado a su nivel de endeudamiento). Sin embargo el valor de mercado de la empresa A será menor al de B tal, como es señalado en la tabla No. 4.

Según M.M. la situación mostrada en el cuadro No. 4 no puede durar, por que la empresa B no puede tener un valor total de mercado mayor que el de A, por el simple hecho que en la empresa B se utilizo apalancamiento financiero, mientras que en el caso de la empresa A no se hizo. También se supone que cuando ambas empresas son idénticas en todo lo demás, su valor total de mercado es idéntico y los inversionistas mediante la venta de acciones de B, que se consideran sobre valuadas harán que los valores totales de mercado se vuelvan iguales.

En el proceso de igualación de rendimientos de ambas empresas, los inversionistas tenderán a igualar el costo de capital.

(80) Se entiende como arbitraje para éste caso: el efecto de igualación de precios que toma lugar en forma natural, por efecto de la oferta y la demanda de un valor en el mercado de capitales.

(81) Considérese el apalancamiento personal, mediante la suposición que los inversionistas individuales, tomarán prestado para financiar sus compras de acciones de la empresa, si ésta no utiliza su propio apalancamiento, si lo hace, los inversionistas no buscarán recursos para financiar sus compras de acciones, porque la empresa tiene su propio apalancamiento para ambos.

(82) Nótese que dichas cifras, son un promedio utilizado en el enfoque del Ingreso Operativo Neto y en el enfoque del Ingreso Neto.

Observese como en la tabla No. 4 no importa cual sea la estructura de capital de la empresa B, su costo de capital es constante, después de que los accionistas han ejercido su apalancamiento personal, porque es igualado en la misma proporción el apalancamiento financiero de la empresa con el propio.

Para éste último enfoque, se puede concluir, que considerando el arbitraje existente en el mercado de valores, una empresa no puede cambiar su valor total o su costo promedio ponderado de capital mediante el apalancamiento financiero, consecuentemente la decisión de apalancarse financieramente, es indiferente desde el punto de vista objetivo de maximizar el precio por acción en el mercado, por lo que cualquier estructura de capital están buena como cualquier otra.

3.7. El costo del capital.

Sin duda alguna corresponde a uno de los elementos más importantes y prácticos para determinar la estabilidad de una empresa y comúnmente es definido como:

La cantidad de dinero que una empresa o ente económico, deba absorber o desembolsar por el uso o disposición de bienes de capital (financieros ó materiales), cuyo valor relativo se mantiene durante periodos largos (83).

(83) GITMAN, Laurence J. Administración Financiera. Ed. Harla. México, 1990. Pág. 170.

Tabla 4

	Empresa A	Empresa B
Rendimiento Bruto Inversión en Acciones (Ke * Inversión)	13.32 % * 630,000 83,790	16.2 % * 432,000 70,000
Intereses Préstamo Personal	10,000	0
Rendimiento Neto	73,790	70,000
Relación de Apalancamiento	46 % 200/432	42.00 %

Empresa A	Importe	Proporción	Costo	Costo Ponderado
Pasivo (Personal)	200,000	31.75 %	5.00 %	1.59 %
Capital	430,000	68.25 %	13.30 %	9.06 %
Total.....	630,000	100.00%	Total.....	10.86 %

Empresa B	Importe	Proporción	Costo	Costo Ponderado
Pasivo (Personal)	200,000	31.75 %	5.00 %	1.59 %
Capital	430,000	68.25 %	13.30 %	9.06 %
Total.....	630,000	100.00 %	Total.....	10.86 %

Concepto	Empresa A	Empresa B
Pasivo (al 15%)	0	20,000,000
Capital	60,000,000	40,000,000
Número de Acciones	6,000	4,000
Relación de Apalancamiento	0.00 %	5.00 %
O Utilidades	8,000,000	8000,000,000
F Intereses	0	1,000,000
E Utilidades Disponibles	8,000,000	7,000,000
Ke		16.20 %
IV Valor Mercado de Acciones	60,000,000	43,208,876
VB Valor de Mercado Pasivos	0	20,000,000
V Valor Total de la Empresa	60,000,000	63,208,880
Ko	0	13.33%
Valor de las Acciones	10,000,000	10,882

La trascendencia de éste concepto radica en el potencial de eficiencia o deficiencia, en la utilización de los recursos de la empresa. Para efectos prácticos tal potencial puede ser definido como :

- a) La tasa de rendimiento que esperan obtener los accionistas por mantener invertido su dinero en una empresa.
- b) La tasa global mínima de rendimiento que debe obtener la empresa para no descapitalizarse y por tanto de no perder el valor de mercado de sus acciones.
- c) La tasa mínima de rendimiento que la empresa debe obtener en los proyectos de inversión.

Los factores que determinan el costo de capital para una empresa son:

- El grado de riesgo relacionado con la misma.
- Los impuestos que deben tributar.
- La oferta y la demanda de varios tipos de financiamientos con los que cuente en el momento.

En la práctica el costo de capital es utilizado para descontar los flujos de efectivos de los proyectos, determinando los valores presentes netos o al calcular un índice de rentabilidad, así como, la tasa límite, cuando es evaluada una tasa interna de rendimiento, etc.. Todo ésto será abordado en el siguiente apartado a mayor detalle.

3.8. Apalancamiento financiero óptimo.

a) El concepto.

El apalancamiento financiero se define, como la capacidad de utilizar sus costos financieros fijos para maximizar los efectos de los cambios de las utilidades, antes de intereses e impuestos sobre la ganancia por acción de la empresa (84).

Es resultado de la presencia de cargos financieros fijos, en el flujo de las utilidades de una empresa, éstos cargos financieros (fijos) no varían, con las utilidades antes de intereses e impuestos, sino que deberán pagarse sin considerar el monto de las utilidades disponibles para cubrir dichos cargos.

(84) GITMAN, Laurence J. Administración Financiera. Ed. Harla. México, 1990. Pág. 170.

Se tiene, que mientras más altos sean los costos financieros de la empresa, (intereses y dividendos de acciones preferentes), mayor será el apalancamiento financiero (85).

Sucede que cuando la proporción de pasivo a capital contable, aumenta para ciertas estructuras de capital, aumenta también la variabilidad potencial que se introduce en la serie de utilidades, haciendo que los inversionistas exijan mayores tasas de rendimiento, tanto de los valores a pasivos como de las acciones, porque así, responde a mayor riesgo de no recibir el pago prometido de intereses y capital o en su caso la serie de dividendos que se han propuesto pagar.

Apalancamiento financiero positivo y negativo.

En algunos momentos el apalancamiento financiero puede llegar a afectar a las utilidades de forma positiva o negativa. Por ello, con un apalancamiento financiero positivo, las utilidades por acción tienden a aumentar, en caso inverso, si el apalancamiento financiero es negativo las utilidades por acción disminuirán.

Apalancamiento financiero positivo.

Las situaciones son sencillas, un apalancamiento financiero positivo, resultará cuando las utilidades de la empresa se vean aumentadas, debido a la introducción de pasivo en la estructura de capital.

Observese la tabla No.5, se tiene, que la empresa B se encuentra apalancada con 20 millones en pasivos a un 5%, lo cual produce un efecto positivo sobre las utilidades por acción ya que resultan ser mayores a las de la empresa A.

Apalancamiento financiero negativo.

Para éste caso puede resultar, que el uso del apalancamiento reduzca las utilidades por acción en aquellos casos, que los cargos financieros fijos sean demasiado altos.

Vease la tabla No.6, en la que se tiene a las empresas C y D una de las cuales se encuentra apalancada con un pasivo al 7.5% lo que produce que el cargo por intereses sea muy alto y genere como consecuencia una reducción en las utilidades por acción.

(85) GITMAN, Lawrens J. Fundamentos de Administración Financiera. Ed. Harla. México, 1978. Pág. 100.

Tabla No. 8

BALANCE	Empresa A	Empresa B
Activo	40.000.000,0	40.000.000,0
Pasivo (Obligaciones al 5%)	0,0	20.000.000,0
Capital	40.000.000,0	20.000.000,0
No. de Acciones	1.000.000,0	500.000,0
Valor de la Acción	40,0	40,0
RESULTADOS	Empresa A	Empresa B
Ventas	100.000.000,0	100.000.000,0
Costo de Ventas	60.000.000,0	60.000.000,0
Utilidad Bruta	40.000.000,0	40.000.000,0
Gastos de Operación	32.000.000,0	32.000.000,0
Utilidad de Operación	8.000.000,0	8.000.000,0
Intereses	0,0	1.000.000,0
Utilidad antes de Impuestos	8.000.000,0	7.000.000,0
Impuestos (al 35%)	2.800.000,0	2.450.000,0
Utilidad antes de impuestos	5.200.000,0	4.550.000,0
Utilidad por Acción	5,2	9,1

Tabla No. 8

BALANCE	Empresa C	Empresa D
Activo	40.000.000,0	40.000.000,0
Pasivo (Obligaciones al 7.5%)	0,0	20.000.000,0
Capital	40.000.000,0	20.000.000,0
No. de Acciones	1.000.000,0	500.000,0
Valor de la Acción	40,0	40,0
RESULTADOS	Empresa C	Empresa D
Ventas	100.000.000,0	100.000.000,0
Costo de Ventas	74.000.000,0	74.000.000,0
Utilidad Bruta	26.000.000,0	26.000.000,0
Gastos de Operación	24.000.000,0	24.000.000,0
Utilidad de Operación	2.000.000,0	2.000.000,0
Intereses	0,0	1.500.000,0
Utilidad antes de impuestos	2.000.000,0	500.000,0
Impuestos (al 35%)	700.000,0	175.000,0
Utilidad antes de impuestos	1.300.000,0	325.000,0
Utilidad por Acción	1,30	0,65

Ventajas y desventajas.

El uso del apalancamiento financiero puede resultar ventajoso cuando se puedan tener utilidades por acción mayores, y un costo total de capital mínimo por medio de la combinación adecuada entre pasivo y capital propio (Común).

Por otra parte el apalancamiento financiero, puede resultar como desventaja, cuando su uso disminuya las utilidades por acción ó en su caso aumente el costo total del capital.

Otros efectos.

El apalancamiento financiero, además de afectar positiva o negativamente a las utilidades por acción, afecta a las empresas en otros aspectos, ante diferentes estrategias de financiamiento.

A) Efectos sobre el costo de capital, con obligación de pago de obligaciones o deuda.

Cualquier cambio en las ventas o en los gastos, influye en las utilidades de la empresa que ha recurrido al apalancamiento financiero, éste efecto es mayor que en las empresas que no lo han hecho, ésto se demuestra en la tabla No.7, en la que las utilidades por acción de la empresa F varían más que en las de la empresa E, a respuesta de una reducción y aumento en las ventas en un 10%, nótese, que apesar que ambas empresas son idénticas, salvo en la estructura del capital de la empresa F, tiene la mitad en pasivos.

Como se puede observar, el aumento y disminución absoluto de las utilidades por acción, llamado rango de variación de la empresa F, es debido al apalancamiento financiero.

Sucede, que a medida que se amplía la variabilidad de las utilidades por el apalancamiento financiero, aumenta la dispersión alrededor del promedio de utilidades por acción (86), porque tal dispersión aumenta.

(86) Lo que trae como consecuencia, que los inversionistas de éstas empresas, exijan una tasa de rendimiento más alta para la empresa F.

Tabla No. 7

CUANTOS	Empresa E	Empresa F
Activo	40.000.000,0	40.000.000,0
Pasivo (Obligaciones al 10%)	0,0	20.000.000,0
Capital	40.000.000,0	20.000.000,0
No. de Acciones	1.000.000,0	500.000,0
Valor de la Acción	40,0	40,0

RESULTADOS (En Miles de \$)	No Apalancada			Apalancada		
	-10 %	0 %	+10 %	-10 %	0 %	+10 %
Ventas	90.000,0	100.000,0	110.000,0	90.000,0	100000	110000
Costo de Ventas	87.000,0	80.000,0	83.000,0	87.000,0	80000	83000
Utilidad Bruta	33.000,0	40.000,0	47.000,0	33.000,0	40000	47000
Gastos de Operación	30.000,0	32.000,0	34.000,0	30.000,0	32000	34000
U. A. I. I.	3.000,0	8.000,0	13.000,0	3.000,0	8000	13000
Intereses	0	0	0	2.000,0	2000	2000
Utilidad antes de impuestos	3.000,0	8.000,0	13.000,0	1.000,0	6000	11000
Impuestos (al 35%)	1.500,0	2.800,0	4.550,0	350,0	2100	3850
Utilidad antes de impuestos	1.950,0	5.200,0	8.450,0	650,0	3900	7150
Utilidad por Acción	1,95	5,20	8,45	1,30	7,8	14,3

VENTAS	U. P. A.	U. P. A.
	Empresa E	Empresa F
90000	1,95	1,3
100000	5,2	7,8
110000	8,45	14,36
Punto de Variación	6,5	13,5

Al aumentar tal dispersión, aumenta también la posibilidad de que la empresa F llegaría afrontar un período difícil y no sea capaz de afrontar sus pagos por intereses y de sus reembolsos de capital, y si no llegara a lograr obtener recursos para pagar esos intereses, los acreedores pueden ponerla en quiebra. Por tanto el empleo del apalancamiento financiero, expone a los acreedores de la empresa F a un riesgo mayor, por lo que exigirán una tasa más alta de rendimiento esperado como condición para comprar sus obligaciones.

b) El efecto del apalancamiento financiero, en el precio de las obligaciones y acciones de la empresa.

El apalancamiento tiende a producir directamente un efecto sobre el precio al cual se venden las obligaciones de la empresa, ya que, a medida en que aumenta la cantidad de pasivo respecto al capital contable en la estructura financiera, aumenta a su vez el riesgo financiero para los tenedores de obligaciones, por lo que, el precio de las acciones tiene necesariamente que bajar y los intereses de tales obligaciones a subir.

El precio de las acciones también puede subir o bajar, según la relación que exista entre el efecto que se produce en las utilidades por el uso de pasivo y el que se produzca también en el costo del capital propio (común). El uso de un apalancamiento financiero positivo trae consigo un aumento en las utilidades, y por lo tanto un aumento en los dividendos por acción, que hacen subir el precio de las acciones, mientras que el uso de un apalancamiento financiero negativo, no solo disminuye las utilidades por acción sino también incrementa el riesgo financiero aumentando también el costo del capital y llevando por tanto hacia abajo el precio de las acciones (87).

(87) Se aclara, que el costo de capital también aumenta a medida que se incrementa el empleo proporcional de pasivo, esto independientemente del efecto en los dividendos esperados.

Por todo esto cuando, se quiera tener un apalancamiento financiero adicional se debe de estar plenamente seguro de que será positivo, y que el incremento en el coste de capital de la empresa no neutralizará los beneficios que se logren para el precio de las acciones.

b) Medición del apalancamiento financiero.

Para medir el grado de apalancamiento financiero son utilizadas básicamente tres indicadores:

a) La razón pasivo contra capital contable.

Esta razón financiera simplemente mide las respectivas proporciones es la estructura de capital.

A medida que se recurre a un mayor apalancamiento financiero la razón aumenta. El único problema con esta forma de medir el apalancamiento financiero, es que no indica el efecto del mismo, en las utilidades por acción, ni el riesgo de no poder hacer frente a mayores obligaciones de pasivos.

b) Tasa de cobertura de intereses.

La tasa de cobertura de intereses, relaciona las utilidades antes de intereses e impuestos con los intereses. Hace saber el grado de cobertura de pagos de interés que se mantiene a un nivel de cualquier apalancamiento financiero. Para el calculo de ésta se divide las utilidades antes de intereses e impuestos entre los intereses.

c) Elasticidad de las utilidades por acción, en relación con la cobertura de utilidades.

Esta razón, relaciona el cambio porcentual, en la tasa de la utilidad antes de intereses e impuestos, y es obtenida dividiendo el cambio porcentual de las utilidades antes de impuestos, entre el cambio porcentual de las utilidades antes de intereses e impuestos :

U.A.I. / U.A.I.I.

c) Punto de indiferencia del apalancamiento financiero.

Para ésto tenemos que existe un nivel de utilidades antes de intereses e impuestos (llamado UAII), al cual las alternativas de emitir acciones comunes o de endeudamiento por medio de obligaciones produce el mismo nivel de utilidades por acción (llamado UPA).

El nivel de utilidades que produce la misma cantidad de dinero que se debe pagar a quienes suministran el capital con ambas alternativas, producen igual nivel de utilidades por acción para ambas opciones, obsérvese el ejemplo de la tabla No.8, en ella, las empresas A y B tienen ventas de \$100 Millones cada una, y la empresa B posee 2 Millones de cargos fijos por financiamiento, con esto se pueden calcular las utilidades por acción a cualquier nivel de utilidades antes de intereses e impuestos para cada alternativa de la siguiente forma:

Alternativa de Emisión de Acciones:

$$\frac{(UAII - I)(1 - t) - P}{\text{Número de Acciones}} = UPA.$$

Alternativa de Endeudamiento:

$$\frac{(UAII - I)(1 - t) - P}{\text{Número de Acciones}} = UPA.$$

Donde :

- UAII = Utilidad antes de intereses e impuestos.
- I = Intereses sobre la deuda (obligaciones).
- t = Tasa impositiva.
- P = Dividendos preferentes.

Para obtener el punto de indiferencia (89), se igualan las ecuaciones de ambas alternativas y se resuelven para encontrar el nivel de utilidades requerido (90).

Como se puede observar en la tabla No.8, si las utilidades por acción, son iguales con ambas alternativas en un nivel de utilidades antes de intereses e impuestos de 4 Millones, entonces las utilidades por acción deben ser mayores, con la alternativa de endeudamiento a cualquier nivel de utilidades sobre 4 Millones. De igual modo se puede verificar que a cualquier nivel de utilidades antes de intereses e impuestos abajo de 4 Millones, las utilidades por acción deberán ser menores utilizando la opción de endeudamiento.

3.9. Clasificación de clases empresariales.

Según la clasificación propuesta por Eduardo Villanueva (91), se pueden identificar en la economía mexicana a dos tipos de empresarios mexicanos, los cuales son extremos y claramente identificados de manera tradicional, los que se complementan con un tercero, surgido en ésta etapa de cambio estructural caracterizada por la modernidad eficiencia y calidad. Para explicar el criterio de movilidad económica y financiera de cada uno de ellos, así como, observar la problemática de la falta de homogeneidad en materia empresarial que caracterizan nuestra economía :

- La clase empresarial profesional.

Es representada por una minoría de empresarios de capital transnacional, ó de grupos privados nacionales, que sí supieron aprovechar las ventajas que en algún momento México ofreció, y que cuentan con los mejores profesionistas formados en universidades mexicanas ó preferentemente extranjeras. Por ello mantienen conocimiento pleno del entorno tanto micro como macroeconómico de su empresa e implementan los mejores instrumentos que el avance tecnológico y el sistema financiero, y económico les ofrece, para desenvolverse bajo un de máxima eficiencia , calidad y productividad que el mercado y la competitividad les exige

(89)Es decir, aquel momento en el que las utilidades por acción son iguales tanto para el endeudamiento como para la emisión de acciones comunes.

(90) Ver tabla No.8.

(91) VILLEGAS, H. Eduardo / ORTEGA, O. Rosa Ma. El Nuevo Sistema Financiero Mexicano . Ed.PAC. México, 1990. Pág. 272.

Tabla No. 8

	Empresa A	Empresa B
Número de Acciones	500	100
Intereses Sobre la Deuda	2000	0
Tasa Impositiva	35%	35%
Utilidad Antes de Impuestos	100000	100000
<hr/>		
$(U.A.I.I. - 2000) (1 - 0.35)$	$==$	$(U.A.I.I. - 0) (1 - 0.35)$
500		1'000
<hr/>		
$(U.A.I.I. - 2'000) (0.65)$	$===$	$(U.A.I.I. - 0) (0.65)$
500		1'000
<hr/>		
$0.65 U.A.I.I. - 1'300$		$(U.A.I.I. - 0) (0.65)$
500		1'000
<hr/>		
$650 U.A.I.I. - 1'300,000 == 325 U.A.I.I.$		
$650 U.A.I.I. - 325 U.A.I.I. == 1'300,000$		
$325 U.A.I.I. == 1'300,000$		
<u>$U.A.I.I. == 4,000$</u>		

	Empresa A	Empresa B
U.A.I.I.	4000	4000
Intereses	0	2000
<hr/>		
Utilidades Antes de Impuestos.	4000	2000
Impuestos.	1400	700
<hr/>		
Utilidad despues de Impuestos.	2600	1300
<hr/>		
Número de Acciones	1000	800
<hr/>		
U.P.A.	U.P.A.	U.P.A.

- La clase empresarial pragmática o empírica.

Representa en su mayor parte a los empresarios tradicionales de la micro, pequeña y mediana empresa nacional, los cuales en dominante porcentaje son ineficientes, producto de una visión limitada de un México protegido, cerrado a toda competencia extranjera y carentes de una adecuada infraestructura, administración y conocimiento de su entorno e incluso de sí mismos, que tiene que enfrentar diariamente el riesgo de la modernidad, sin embargo, mantiene a su favor la flexibilidad y capacidad de adaptación que la capacidad de sus empresas y su mercado les ofrece.

- La clase profesional emprendedora empresarial.

Caracterizada como una nueva clase empresarial, surgida del período de cambio económico estructural. Cuenta con un nivel Universitario o de Técnico Profesional, y una iniciativa emprendedora empresarial. Tiende a constituir su empresa con recursos propios o asociando, su formación le permite conocer tanto los procesos de producción como de comercialización, así como, estrategias eficientes de administración, financiamiento y tecnología, mantiene por tanto un conocimiento más amplio de su empresa y del entorno económico el que se enfrenta cotidianamente, en su mayoría, las empresas de este tipo son de dimensiones micro, pequeñas y algunas medianas, caracterizadas por un alto nivel de competitividad y calidad con un alto futuro de desarrollo, concordes con las nuevas condiciones de la economía nacional y mundial.

CAPÍTULO 4

4. PRINCIPALES OPCIONES DE INVERSIÓN BURSÁTIL EN MÉXICO.

El objetivo de éste apartado es mostrar las principales alternativas de inversión existentes en el mercado bursátil nacional, en vista que éstas son las opciones de inversión con las que compete el mercado accionario, demostrando su eficiencia como medio de inversión durante el período analizado, para ello, se desarrollarán las principales características de los instrumentos tradicionales, clasificados en dos grandes rubros: renta fija y renta variable, y por último se muestra una clasificación de los diferentes tipos de inversionistas, como de su reacción ante distintas situaciones del mercado.

4.1. Algunas consideraciones sobre la inversión, especulación y el mercado bursátil.

Los temas de ahorro e inversión fueron abordados en el capítulo 2 desde una perspectiva relacionada a la empresa, por lo que ahora adoptaremos únicamente la posición del inversionista financiero, así como del hecho de realizar operaciones en bolsa.

De acuerdo al contexto teórico keynesiano, la gente tiende a poseer diferentes motivos para demandar dinero por:

a) **Motivo transacción u operativo**, el cual obliga a las personas a mantener dinero en efectivo, el cual les permita realizar operaciones de subsistencia inmediata, por ejemplo: pagar renta, ropa, alimentos. Para el caso de las empresas éstas, tratarán de mantener dinero invertido en aquellos activos que le permitan operar de manera corriente (capital de trabajo).

b) **Motivo precaución**, por lo que las familias deberán mantener una determinada cantidad de su dinero en efectivo o en valores, que les permitan enfrentar contingencias imprevistas o malas planeaciones. Las empresas se rigen por un comportamiento similar.

c) **Motivo especulación**. Para ello las familias ó empresas tendrán que sacrificar recursos destinados a los motivos anteriores, con el objetivo de tratar de maximizar sus beneficios económico-financieros, adquiriendo bonos bursátiles, empero tomando mayores riesgos, generalmente con los excedentes de dinero con los que cuente.

Al considerar este tipo de inversiones, es preciso considerar aquellos factores fundamentales que un inversionista debe de conocer y que se correlacionan directamente con la toma de decisiones en materia de inversión :

Riesgo, inflación, liquidez, rendimiento y costos sobre la inversión.

La mejor inversión no existe en la realidad, en vista de los costos de oportunidad que se generan continuamente en un mercado bursátil inestable como el nuestro, pero un inversionista tratando de obtener la inversión idónea a sus necesidades tratará de tomar la decisión más allegada a sus necesidades, tratando de obtener :

El mayor rendimiento que ofrezca el mercado, cubrir su patrimonio del proceso inflacionario, incurrir o generar los mínimos costos, así como, el de lograr el mínimo riesgo y la máxima liquidez (91).

Esta es por tanto, la racionalidad que se deberá perseguir al decidir convertirse en un inversionista bursátil. Ahora bien, se deberá realizar una ponderación respecto a cual de éstos elementos es el más importante de acuerdo a las necesidades y criterio del inversionista, y en un momento dado cual de ellos estaría dispuesto a sacrificar, ya que es difícil que todos los elementos coincidan a la vez en un solo valor, para solucionar lo anterior, se deberá realizar un análisis de los diferentes instrumentos optimizando las bondades y limitaciones de cada uno de ellos.

Al combinar de la mejor manera todos los elementos considerados, en algunos de los instrumentos que ofrezca el mercado, y las características de éste coincidan con las necesidades particulares del inversionista, se logrará realizar la inversión idónea por la que se deba decidir.

(91) La determinación de tales factores, se aborda con un mayor detenimiento, en el capítulo 5.

De acuerdo a lo anterior encontramos que existen tres clases de inversiones. Desde las perspectivas que pudiera perseguir diferentes perfiles de inversionistas.

a) Inversiones de rendimiento.

Es la que se realiza en aquella combinación de instrumentos que permiten mantener una posición conservadora de los factores antes mencionados, con el objetivo de mantener rendimientos aceptables en cuanto al desenvolvimiento del mercado y de la economía, para éstas inversiones el patrimonio con el que se inicia no muestra crecimiento alguno, sino que es conservado exclusivamente a través del tiempo que dure la inversión.

b) Inversión de crecimiento y rendimiento.

En éste tipo de inversión, los factores considerados para realizar una inversión no se encuentran tan balanceados como en una inversión de rendimiento, en vista que el inversionista en vez de buscar una utilidad concorde al desenvolvimiento del mercado, requiere de un producto extra, el cual le permitirá conservar su patrimonio durante el plazo de la inversión obteniendo un rendimiento superior al de la inflación, sino también, su dinero vaya creciendo, e incluso que elimine el efecto de alguna posible devaluación del peso frente al dólar.

Por ello el inversionista asume mayores riesgos en su inversión, y una menor liquidez en comparación a una inversión de rendimiento.

c) Inversión especulativa.

Se caracterizan por contener un alto nivel de riesgo e incertidumbre, el cual deberá ser aceptado por el inversionista, tratando de obtener a cambio un alto nivel de rendimiento sobre el patrimonio aportado, sobre intervalos reducidos de tiempo. Al hablar de inversión y de especulación, no debemos pensar solo en uno o varios instrumentos o valores, sino a la actitud que asumen las personas al realizar operaciones de compra-venta con cantidades significativas de valores y no obedeciendo a comportamientos lógicos de oferta-demanda provocan desequilibrios en algunos valores ó en todo el mercado, influyen al mismo tiempo, en el comportamiento de otros inversionistas, y de ésta manera repercuten a su vez en la tendencia, ya sea a la baja ó a la alza de los precios de los valores.

4.2. Inversiones de renta fija.

La mayor parte de los instrumentos que refieren este tipo de rendimiento, son encontrados en el mercado de dinero, y solo en el mercado de capitales se identifica con las obligaciones. Por lo anterior se distinguen de otro tipo de inversiones por dos características esenciales: ofrecen un rendimiento predeterminado (fijo), a un plazo también predeterminado.

Tal rendimiento queda determinado según el nivel general de la tasa de interés (costo del dinero) en el sistema financiero (92). Por lo tanto, el pronóstico de este nivel es de vital interés para la toma de decisiones, en los instrumentos considerados.

Estas inversiones son excelentes opciones para aquellos inversionistas que tratan de proteger, incrementar y mantener siempre disponible su patrimonio, de la manera más cómoda y segura, ya que generalmente carecen de altos niveles de riesgo, mantienen un rango reducido de variaciones en los rendimientos diarios, así como en un mercado secundario (mercado de dinero), ofrecen liquidez generalmente en 24 horas (previa notificación).

En materia de inversión o en el manejo de excedentes de tesorías empresariales, estas inversiones permiten cubrir sus necesidades de rendimiento y liquidez, ya que las características del mercado mexicano, permiten ajustar sus carteras de tal manera que logren estabilidad, liquidez y rendimiento.

Algunos de estos instrumentos han sido diseñados para responder ante posibles fluctuaciones en la paridad del peso ante otras divisas (generalmente el dólar americano), conocido como "cobertura". Se logra al invertir en instrumentos cuya cotización se encuentra directamente relacionada con la paridad del peso respecto a otras monedas, en mercado de secundario mantiene una liquidez de 48 horas. Posteriormente serán abordados como instrumentos de cobertura.

A continuación se realiza un breve esbozo de los instrumentos más utilizados en el mercado bursátil mexicano, con el objetivo de dar a conocer sus principales características, realizando un rápido análisis referente a su comportamiento de mercado y utilidad como medio de inversión. Cabe destacar que algunos instrumentos ya fueron abordados en la primera parte de la investigación, por lo que se sugiere que sean consultados en la parte final del inciso que corresponda:

(92) HEYMAN, Timothy. Inversión Contra Inflación. 3a Edición Ed. Milenio. México, 1986. Pág. 78.

a) Cetes.

Certificados de la Tesorería de la Federación. Son títulos de crédito al portador, emitidos por el Gobierno Federal, en los cuales se consigna la obligación del emisor (Gobierno Federal) a pagar una suma fija de dinero a una fecha determinada. Tales valores son emitidos por conducto de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, la colocación y redención la realiza el Banco de México (Banxico) (93).

Los propósitos u objetivos que persiguen los Cetes son:

- Servir como fuente de financiamiento para el Gobierno Federal.
- Fungir como instrumento regulador del monto de dinero en circulación (Regulador monetario).
- Proporcionar una alternativa, de inversión adicional para la administración de excedentes.

El Cete representa el instrumento tradicional de inversión, ya que en materia de rendimiento determina la tasa líder (94) del mercado nacional. Respecto del plazo de vencimiento, son instrumentos de corto plazo y alto nivel de liquidez. Corresponden al mercado de dinero. Además poseen las siguientes características particulares :

- Su emisión es al portador.
- Valor nominal de \$10,000.00 pesos.
- El precio es cotizado en términos de tasa de descuento (95).
- Se colocan bajo par, es decir, abajo de su valor nominal.
- El rendimiento se determina por la diferencia entre el precio descontado y su valor nominal.
- Se operan a través de Casas de Bolsa y Bancos.
- Los adquirentes son personas físicas y morales de nacionalidad mexicana.
- Se emiten semanalmente los días jueves.
- Los plazos de las emisiones son generalmente a 28, 90 y 180 días.
- Ofrecen liquidez casi total.

(93) CORTINA, Ortega G. Prontuario Bursátil y Financiero. Ed. Trillas. México, 1992. Pág. 39.

(94) Tasa Líder, es aquella que por su nivel de rendimiento determina e influye directamente en el resto del mercado de tasas. (En vista que el mercado de dinero, es eso, un mercado de tasas.)

(95) Tasa de Descuento: Nos permite calcular el descuento de un título en función de su valor nominal, esto con el propósito de encontrar el precio de la operación antes de su vencimiento.

- Las personas físicas no pagan impuestos sobre rendimientos y las personas morales acumulan los rendimientos obtenidos a sus ingresos gravables.
- El monto de la emisión lo determina el Banco de México. Para ello se considera la emisión que amortiza y las condiciones del mercado: la liquidez existente en la economía, nivel inflacionario, así como, las necesidades del Gobierno Federal.

b) Aceptaciones bancarias.

Mantienen el propósito de ser un instrumento para financiar las necesidades de recursos de la pequeña y mediana empresa.

Consisten en una letra de cambio emitida por empresas y avaladas por una institución bancaria, las que son vendidas a inversionistas ya sean personas físicas o morales.

El procedimiento consiste en girar letras de cambio, las cuales previo aviso del girador son aceptadas por el banco acreditante al que fueron giradas, para que éste a su vez las pueda negociar, entre los inversionistas del mercado de dinero (96).

Sus principales características son:

- Son letras de cambio -títulos de crédito- que contienen una orden incondicional de pago en la que intervienen tres personas:
 - a) El girador que da la orden de pago.
 - b) El girado que da la orden de pagar.
 - c) El beneficiario que representará el Banco.
- Como todo título de crédito es susceptible de ser endosado y transmitir la propiedad.
- Según lo establece la ley de títulos y operaciones de crédito (Art.78) no pueden contener cláusula alguna en la que se estipule un cobro de interés.
- Su valor nominal es de \$ 100,000.00 pesos M.N.
- El período de duración es de corto plazo.
- Se opera a través de tasa de descuento.
- Los cálculos de rendimientos se realizan igual que en los Cetes salvo la base del valor nominal la cual varia.

- Las operaciones se realizan a través de Casas de Bolsa y Bancos, cotizándose en la B.M.V., por lo tanto, existe un mercado secundario para estos valores.
- La tasa de rendimiento de éstos valores son generalmente mayores a la otorgada por los Cetes y menores a las ofrecidas por el Papel Comercial.
- El plazo máximo de emisión es de 360 días pero normalmente se emiten a plazos de 15,18,19,N, días hasta 360. días, dependiendo de las necesidades de financiamiento de las empresas y la capacidad del Banco que las emite.
- La tasa de impuestos, es para personas físicas del 21% sobre los primeros 12 puntos del rendimiento y para personas morales es acumulable al rendimiento (97).

Mecánica de operación :

Al otorgar la institución el crédito, recibe como forma para documentarlo letras de cambio (aceptaciones bancarias), las cuales tiene tres formas de colocarse en el público inversionista:

- El Banco puede vender directamente al público éstos instrumentos con una tasa establecida, que será menor a lo que obtenga como rendimiento de su operación activa.

Para tal caso existe el inconveniente de que si el inversionista desea recuperar su inversión antes del vencimiento del instrumento, en estricto apego a la ley la Banca no puede recomprar los documentos, ya que según la ley de instituciones de crédito (Art. 145 Bis.) Se prohíbe la cancelación anticipada del pasivo, ello es, que como el banco es el deudor de éste instrumento al recomprarlo estaría cancelando anticipadamente su adeudo.

Otra manera de colocación, es solicitar el servicio de una Casa de Bolsa, por lo que la empresa paga el importe de los documentos a la Banca conforme los vaya pudiendo colocar dentro del público inversionista.

La última forma y más usual para colocar la emisión, es venderle el total de la emisión a la Casa de Bolsa, quien bajo su responsabilidad venderá la totalidad de la emisión debiendo liquidar al día siguiente a la Banca el importe total de la venta de los instrumentos.

(97) MATIELLO, Ángel. Como proteger y aumentar su dinero. Ed. Progreso. México, 1991. Pág. 128.

Como punto de partida cabe destacar que los rendimientos que ofrezca éste instrumento, deben ser más competitivos que el de los Cetes, y se deberá tomar en cuenta para emitir la tasa de rendimiento como la tasa de descuento:

- Nivel de liquidez del mercado.
- La dolarización de la economía.
- Las tasas de interés de Estados Unidos.
- Otros instrumentos en el mercado con respecto a tasas, como son el Papel Comercial, Las Obligaciones los Bonos, Pagafes, Petrobonos, etc.

Como principales ventajas, tenemos que se cuenta con niveles aceptables de liquidez y ofrecen una mayor tasa de rendimiento de las que ofrecen los Cetes, aunque se tiene un bajo nivel de bursatilidad.

Éstos instrumentos, evitan a las empresas tener que aceptar, la reciprocidad que exigen las instituciones de crédito en sus préstamos en cuenta corriente (créditos directos) con lo cual la actividad empresarial obtiene recursos a menor costo.

Al ser el banco aceptante el encargado de colocar los valores dentro del mercado de dinero y en su calidad de aceptante, se vuelve solidario respecto al pago de los títulos, por lo que, para poder emitir éste tipo de valores requiere que el girado posea una línea de crédito con el Banco aceptante lo que limita el acceso a éste tipo de créditos. A su vez, éste instrumento le da la oportunidad al Banco de fondearse mediante los recursos del mercado de dinero y no a través de los depósitos del público.

c) Papel comercial.
(Ver capítulo 2.)

d) Bonos.

Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal. Son títulos de crédito a largo plazo denominados en moneda nacional, en los cuales se consigna la obligación directa e incondicional del Gobierno Federal de pagar una suma determinada de dinero, éstos títulos se colocarán entre el público inversionista del mercado de dinero (98).

(98) CORTINA, Ortega González. *Proionario Bursátil y Financiero*. Ed. Trillas.
México, 1992. Pág. 38.

Principales características son:

- Su valor nominal es de \$100,000.00 pesos.
- Los títulos se pagan a su valor nominal en las oficinas de Banxico.
- Cada emisión tiene su propio plazo que se dan en múltiplos de 28 días pero esto previéndose que dichos plazos no sean inferiores a un año.

Respecto a su tasa de interés :

- Los rendimientos estarán dados tomando en cuenta el valor de adquisición de los títulos y las tasas de interés que los mismos devenguen.
- Para determinar la tasa de interés que se revisa cada 28 días, se toma la que resulte mayor de las siguientes :

- a) La tasa anual de rendimientos de Cetes equivalente a la de descuento de 28 días dada en colocación primaria que se haya emitido en la fecha de inicio de cada período de interés.
- b) La tasa bruta de interés anual máxima autorizada por Banxico para pagarés con rendimiento liquidable al vencimiento para personas morales a un mes de plazo.
- c) La tasa bruta de interés anual máxima autorizada por Banxico para depósito a plazos fijos de 30 días para personas morales.

Características generales :

- Banxico actúa como colocador exclusivo del Gobierno Federal para la colocación, pago de intereses y rendimiento de los Bondes.
- La Adquisición está abierta a cualquier persona física o moral, exceptuando aquellos que su régimen jurídico se lo impida.
- Las Casas de Bolsa no pueden cargar comisiones en las transacciones con éstos instrumentos, para ello su utilidad se derivará del diferencial entre el precio de compra y el de venta. Solo las instituciones de crédito podrán cargar una comisión por la adquisición de bondes que efectúen por cuenta de su clientela.

En materia de impuestos:

- Los ingresos derivados de la enajenación, intereses y redención que obtengan las personas físicas tenedoras, de los títulos estarán exentos del pago de impuesto sobre la renta.
- Tratándose de personas morales el régimen aplicable será el señalado en la ley del impuesto sobre la renta.

- e) Obligaciones.
(Ver Capítulo 2.)

4.3. Inversiones de seguridad o cobertura.

Son entendidas como aquellas inversiones que protegen al inversionista contra la depreciación en relación a otras monedas y sobre todo en épocas de incertidumbre económica, pueden ofrecer rendimientos más atractivos que otros instrumentos de inversión (99).

En el mercado mexicano existen actualmente una diversidad de instrumentos de protección o coberturas para distintos casos, cabe destacar que los instrumentos de ésta opción de inversión son considerados de manera estricta dentro de la clasificación del mercado de dinero y el del mercado de capitales, pero deben ser tratados de una manera especial, en vista de la gran importancia que han tenido en los últimos años, apartir de la incertidumbre de la economía mundial y a la apertura comercial, ellos pueden ser de:

Protección o cobertura cambiaria:

- a) Petrobonos.
- b) Pagafes.
- c) Ceplatas.

Protección inflacionaria:

- d) Ajustabonos.

a) Petrobonos.

Con el fin de hacer partcipe al inversionista de las bondades que presentaba al país la exportación del petróleo, y por otro lado, para allegarse de recursos financieros, se emitió un certificado de participación en un fideicomiso constituido por parte del Gobierno Federal en Nacional Financiera, éste contó con un patrimonio inicial de 6,668,068 barriles de petróleo crudo de calidad Itmo que el gobierno adquirió de Petróleos Mexicanos (PEMEX) (100).

El petrobono surge en una época en la que el mercado petrolero se encontraba en auge (1977-1982). En cada emisión de petrobonos, el gobierno adquiere de Pemex cierta cantidad de petróleo, al precio del momento de emisión, el cual es el patrimonio mencionado.

(99)HEYMAN, Timothy. Inversión Contra Inflación. Ed. Milenio. México, 1986. Pág.59.

(100) FORTUNAT, Miguel. Los petrobonos su formación consolidación y perspectivas. Editado por B.M.V. México, 1987. Pág. 1.

A los tres años de la emisión, Pemex vende esos barriles, y con el producto de la venta (libre de otros gastos), se liquida a los tenedores de los certificados, es decir, a los dueños de los petrobonos.

Sus principales características son:

- Valor nominal es de \$1000.00 pesos M.N. en las emisiones 77 a 85, a partir de la emisión 85 fué de \$10,000.00 pesos M.N.
- El emisor es el Gobierno Federal.
- Están garantizados a través de una reserva de petróleo y cuentan con una garantía específica del Gobierno Federal.
- Prácticamente carecen de riesgo.
- Pertenecen al mercado de capitales, pues todas las emisiones son a tres años.
- Las operaciones realizadas se registran y deben liquidarse a los 2 días hábiles siguientes a la operación.
- Las Casas de Bolsa cobran una comisión del 0.025%, tanto en compra como en venta.
- Las ganancias de capital están exentas del impuesto sobre la renta, mientras que los intereses causan el 21% sobre los primeros 12 puntos porcentuales.
- El tipo de cambio para el cálculo de los valores de la emisión y redención así como para determinar el valor de los pagos de intereses, fue a partir del 6 de agosto de 1985 el tipo de cambio controlado de equilibrio.
- El precio de amortización de los petrobonos desde la emisión del 1977 a 1981, se calcula multiplicando el contenido de petróleo de referencia por el tipo de cambio vigente, a éste valor se le resta el de los rendimientos trimestrales pagados. A partir de la emisión de 1982 y hasta la de 1987-1, el cálculo del valor de amortización es igual, salvo que ya no se deducen los rendimientos trimestrales.
- Para cualquier emisión su monto en pesos es igual al número de barriles que ampara la misma, multiplicado por el precio del barril de petróleo a la fecha y por el tipo de cambio peso/dólar vigente.
- Hay una garantía a través del fideicomiso, de modo que no podrán amortizarse abajo de su valor nominal.
- La mecánica de recompra al vencimiento por parte de Nafin permite que las ganancias de capital se mantenga exenta de impuestos sobre la renta para las personas físicas por ser una operación a través de Bolsa.

El rendimiento, éste se obtiene de la diferencia del precio de exportación del petróleo al colocarse la emisión y el precio del mismo a su vencimiento. Ofrece por tanto un rendimiento anual fijo, y se amortiza en forma trimestral.

b) Pagafes.

Consisten en títulos de crédito denominados en moneda extranjera, en los cuales se consigna la obligación del Gobierno Federal, de pagar una suma en moneda nacional, equivalente al valor de dicha moneda extranjera a una fecha determinada (101).

El Pagare de la Tesorería de la Federación, es por tanto, un instrumento de cobertura cambiaria. En su primer momento de emisión (Agosto de 1986) se pretendió otorgar al público inversionista una protección en dólares (controlados), que además considera una tasa de interés superior a los instrumentos similares cotizados en los Estados Unidos (102).

Con lo anterior el Gobierno Federal (Emisor mediante Banxico), pretendía reducir la fuga de capitales y con el tiempo otorgar confianza para alentar la repatriación de capitales.

En el mercado privado se pretendía interesar en su adquisición por un lado a las empresas que desearán cubrirse frente a pagos futuros de dólares controlados, por importaciones o servicios de deudas con el exterior, por otro lado interesar a las instituciones financieras como aseguradoras, sociedades de inversión, fondos de pensiones, que en aquel momento se encontraban restringidas respecto a su inversión en petrobonos y que desearan diversificar sus inversiones de protección.

Dentro de sus características al igual que el Cete tiene liquidez en un máximo de 24 horas, por lo cual el inversionista no está obligado a mantener sus títulos hasta el vencimiento, sin embargo, su precio dependerá de las condiciones del mercado particular de ese instrumento, por lo que pueden existir riesgos de pérdidas de capital.

Su valor nominal es de \$ 1000.00 pesos a plazos de 182 días y los pagos se realizan al vencimiento, en pesos al tipo de cambio controlado.

(101) MARMOLEJO, G. Martín. Inversiones. Práctica, metodología, estrategia y filosofía. 6a Edición. Ed. IMEF. México, 1986. Pág. 415.

(102) HEYMAN, Timothy. Inversión Contra Inflación. Ed. Milenio. 3a Edición. México, 1990. Pág. 202.

e) Ceplatas.

Certificados de Plata. Fueron emitidos por primera vez en septiembre de 1987, son certificados que mantienen la propiedad de participar en un fideicomiso, cuyo patrimonio consiste en un respaldo de 100 onzas troy por cada certificado emitido.

El fideicomiso a su vez, tiene un plazo inicial de 30 años el cual puede ser prorrogado, previa aprobación de los tenedores de los certificados y las autoridades correspondientes (103).

El diseño de éstos certificados es tal que permiten al inversionista protegerse de las desventajas de invertir en monedas de plata e incrementarlas todas las ventajas que pudieran obtener.

Dentro de las ventajas más importantes que el instrumento posee se tienen: Evita problemas de almacenamiento, transporte y daños a las monedas, además que no existe un mercado único para la compra de monedas.

México como uno de los principales productores de plata a nivel internacional se ve obligado a impulsar el desarrollo de instrumentos que permitan el fomento de éste tipo de productos tan importantes en la economía nacional aunque desgraciadamente el Ceplata no ha tenido la aceptación esperada en vista del estancamiento del precio de la plata, del bajo rendimiento del documento, y así como, de la falta del conocimiento del instrumento en el mercado, aunque la inversión de metales es una excelente opción de inversión ante expectativas de devaluación nacional o internacional.

(103) HEYMAN, Timothy. Inversión Contra Inflación. Ed. Milenio. 3a Edición. México, 1990. Pág.56.

d) Ajustabonos.

Bonos ajustables del Gobierno Federal, son títulos de crédito nominativos, negociables en moneda nacional, emitidos por el Gobierno Federal con valor nominal de \$100,000.00 pesos M.N. (104).

Su objetivo es otorgar financiamiento al Gobierno Federal a largo plazo, regulación de la oferta monetaria y proteger contra el riesgo de erosión por la inflación el valor real de los ahorros de los inversionistas, ésta última es la principal característica del instrumento. Su valor nominal es ajustable al Índice Nacional de Precios al Consumidor, pagando intereses a una tasa fija determinada por cada emisión, por lo que al final del período el inversionista obtendrá un atasa real garantizada arriba de la inflación (105).

Sus características le permiten ser un instrumento ideal para inversiones de fondos de pensión ó personas con intenciones de proteger su capital sin incurrir en riesgo alguno y que no persiguen intenciones de obtener los mejores rendimientos del mercado. No ofrecen alta liquidez y podrían representar problemas al quererlos vender antes de su vencimiento.

4.4. Inversiones de renta variable (Acciones).

Como se menciona en el capítulo 3 las acciones son:

Títulos-valor que representan una de las partes en las que se divide el capital social de una empresa, y sirve para acreditar y transmitir la calidad y los derechos del socio (106).

Por lo que un inversionista al decidirse adquirir acciones se convierte en socio de la empresa, esto con la calidad que el documento que adquirió le confiera, accionista preferencial, común, etc.

(104) VILLEGAS, H. Eduardo. El Nuevo Sistema Financiero Mexicano. Ed. PAC. Méx, 1991. Pág.194.

(105) Una tasa de interés real, queda determinada por el valor de los intereses devengados menos la del índice inflacionario del período de la inversión. En caso de que el resultado sea positivo obtendremos tasas reales positivas, y se habrá ganado en la inversión, si el resultado es negativo obtendremos una tasa real negativa y se habrá perdido en la inversión, si es igual a cero, solamente se habrá protegido la inversión del proceso inflacionario y en términos reales no se habrá perdido ni ganado, el capital operado permanecerá igual.

(106) MARMOLEJO, González M. Inversiones. Práctica, metodología, estrategia y filosofía. 6a Edición. Ed. I.M.E.F. México, 1989. Pág. 477.

Al emitir públicamente sus acciones, la empresa colectiviza la propiedad de sus activos y de sí misma, permitiendo la democratización en la dirección y administración de la misma y naturalmente compartiendo al mismo tiempo los riesgos que involucran apoyar una iniciativa empresarial. También son llamadas "Capital de riesgo" o de "Renta variable", en vista que no proporcionan un rendimiento fijo a un plazo predeterminado, como otros instrumentos de crédito.

Como capital de participación patrimonial, el inversionista obtendrá una utilidad o rendimiento que quedará en función de las utilidades que paga la empresa de acuerdo a sus ganancias de períodos trimestrales que regularmente varía, (de aquí el concepto de variable), y por último el plazo de vencimiento no se encuentra establecido, sino hasta que termine las actividades de la empresa y/o en su caso, hasta que el inversionista decida por su propia voluntad, venderla, transferirla o reternerla.

Actualmente las empresas inscritas que cotizan sus acciones en la BMV y en las que el inversionista puede adquirir, son aproximadamente 260, sin embargo aquellas que cotizan en términos normales (107) son 100 emisoras, las cuales convencionalmente, refieren la siguiente clasificación (108):

SECTOR	NÚMERO DE EMPRESAS INSCRITAS
Comercial	8
Autopartes	10
Papelero	3
Bebidas	3
Bienes de Consumo	6
Cigarros	2
Construcción	10
Electrónica	7
Mínero	7
Metalúrgico	4
Siderúrgico	10
Químico	12
Petroquímico	2
Vestido	4
Servicios	3
Grupos industriales	6
Total	102

(107) Ello es las de mayor bursatilidad, en caso que no se encuentren suspendidas o canceladas.

(108) Fuente: Anuario Financiero 1991. B.M.V. I.M.M.E.C. México, 1991.

Las Acciones que cotizan actualmente de acuerdo a su sector son (109):

Sector Servicios	Grupos Industriales	Sector Eléctrico
Telmex	Vitro	Condumex
CMA	Alfa	Ericson
TAMMSA	Visa	Indetel
Quadrum	Desc	Iem
Alimentos y Bebidas	Sector Minero	Bienes de Capital
Femsa	G.México	J. Deere
Bimbo	Peñoles	Camesa
Acco	Frisco	Epn
Campus		San Luis
Quadrum		Acme
Sector Químico	Sector Autopartes	Sector Metalúrgico
Cidsasa	Spicer	Nacobre
Novum	Tremec	Alum
Girsa	Cisamex	Almexa
Penwalt	Moresa	Ich
Carbide	Perkins	Metaber
Negromex	Eaton	
Oxi	Sudisa	
Texaco		
Nhumo		
Sector	Consumo	Sector Papelero
Nalco	Luxor	Kimber
Polar	Berol	Crisoba
Borden	Bimex	Ponder
		Diana
Sector Cementero	Sector Vestido	Sector Comercial
Cemex	Synkro	Cifra
Tolmex	Parras	Livepol
Apasco	Geasa	Nadro
Maya	Texel	Soriana
Cegusa	Roberts	Sorimex
Lamosa	Puritan	Syr
Ceramix		Sanbora
Porcelana		Villareal

Importante resulta, antes de tomar una decisión de compra o venta de acciones, saber los diferentes factores determinantes de su comportamiento en el mercado, ya que todas las acciones existentes se mueven de diversas maneras y responden a diferentes factores, de acuerdo a su naturaleza, ahora el problema radicaría en que acción se debería tomar la decisión o preferencia para adquirir.

(109) Fuente: Capital. Mercados Financieros. Revista mensual. Ed. Bursámetrica. México, Diciembre, 1991. Pág. 22.

Para lo anterior, primeramente se debe considerar la calidad del papel que se desee adquirir, para ello existe una clasificación general conforme a su recomendación (110) (111):

- Acciones "" AAA "" (Triple A).

En estas categorías se incluyen las mejores acciones del mercado, una decisión ideal para aquellos inversionistas con intenciones de invertir a largo plazo. Cumplen con excelentes niveles de Bursatilidad (112), de crecimiento (113), y rendimiento.

Por ello una empresa AAA deberá garantizar excelencia en materia financiera, económico y humana, factores que serán abordados con mayor profundidad en el capítulo 5.

- Acciones "" AA "" (Doble A).

Corresponde a una situación inferior a la anterior, y aún que, si no garantiza los niveles de calidad anteriores, de acuerdo a su rendimiento y crecimiento, si es preciso, que cuando menos si garantice un alto nivel de bursatilidad, ya que ello representa liquidez y aceptación inmediata en el mercado.

- Acciones "" A "" .

Como es de suponerse, son instrumentos poco deseables, con bajos índices de bursatilidad y no son ni de crecimiento ni de rendimiento, en el mercado actualmente se encuentran consideradas 30 empresas emisoras con ésta calidad aproximadamente.

(110) Tal clasificación considera criterios, basados en la seguridad, liquidez, rendimiento y bursatilidad de la acciones que constituyen el mercado mexicano.

(111) NUÑEZ, Estrada Héctor Rogelio. Mercado de Dinero y Capitales, Ed. PAC S.A. México, 1992. Pág. 38.

(112) Alto grado operacional de compra-venta, gran preferencia para su manejo, refiere altos niveles de seguridad de la emisora respecto a sus utilidades y por tanto garantiza excelente liquidez.

(113) Depende de la política de la empresa a reinvertir las utilidades, de tal manera que existe una permanente ampliación de su capacidad física y productiva instalada.

- Acciones especulativas.

Son aquellas acciones, que se caracterizan por mantener un comportamiento irregular en su oferta y demanda, tales movimientos se desarrollan independientemente de la situación de la emisora, de las condiciones del mercado y la acción, a partir de las expectativas de los inversionistas más agresivos que con fundamento o sin el realizan operaciones de último momento tratándose de adelantar a sucesos políticos, económicos, etc., de los cuales podrían sacar como resultado grandes utilidades. Son acciones sumamente riesgosas pero altamente demandadas en momentos de incertidumbre. Un ejemplo tradicional en éstos momentos es la acción TELMEX.

En el medio bursátil las empresas dictaminadoras de riesgos, (empresas consultoras privadas especializadas), son las encargadas de clasificar constantemente la calidad de las emisiones de todo el mercado, para mayor conocimiento y seguridad de los inversionistas, la información es presentada de la siguiente manera:

Clasificadora de Riesgo S.A. (114)

Clave	Emisora	Fecha	Monto de la Línea M.M.S.	Calificación
Emisiones a corto plazo				
CALTECO	Calteco	8 Ene. 91	4.5	C-R3 Crg V
Emisiones a largo plazo				
GRUMAG	Ruma	11 Sep. 91	120	A*
GIMSA	Gpo Maseca	5 Nov. 91	1200	AA*
ABFAC	Aba Factor	19 Nov. 91	50	AAA
MAQ	Maquinaria	27 Nov. 91	15	A+
REFBA	Ref.Básicos	19 Dic. 91	15	AA+
Emisiones a largo plazo				
LEASE	Arrend. Lease	4 Sep. 91	20	A+
SIAL	Sigma Alime.	22 Mar. 91	70	AA+
PIANAC	Nacesa	16 Abr. 91	32	A+*
ARINOT	Arrend. Norte	16 Abr. 91	40	A+*

(114) Revista mensual. Capital: Mercados Financieros. Editorial Bursámetrica S.A.
México Diciembre 1991. Núm.65. Pág. 25.

Los significados de la calidad, según los patrones de la empresa Clasificadora de Riesgos S.A. son:

AAA. Valores con la mejor calidad crediticia. Cuentan con una habilidad excepcionalmente fuerte para pagar capital e intereses oportunamente. El pago de intereses está protegido con un amplio y estable margen de seguridad y el principal se encuentra protegido por la posición financiera de la empresa; la probabilidad de que factores externos afecten su calidad crediticia es mínima.

AA. Valores con una muy alta calidad crediticia. Cuentan con una gran capacidad para pagar capital e intereses oportunamente. Tienen un buen margen de seguridad y el impacto de los factores externos no es significativa para sus operaciones.

A. Valores con alta calidad crediticia. Pueden ser vulnerables a cambios adversos en factores externos que mermen su calidad. Son capaces de asegurar financieramente el ambiente adverso.

BBB. Valores que cuentan con una calidad adecuada para el pago de intereses y capital de forma oportuna. Los factores externos desfavorables afectan su calidad crediticia, requiriendo de monitoreo para observar su desarrollo; tienen oportunidad de aumentar su clasificación al incrementar sus utilidades y favorecer su posición financiera. Algunas empresas con valores en este grado, pueden ser compañías inmersas en nuevos desarrollos (productos de mercado ó tecnología) o en procesos de reorganización (administrativa, modernización productiva, fusiones o adquisiciones).

BB. Estos tipos de inversiones cuentan con ciertos elementos de inversión especulativa. Los márgenes de seguridad del pago de capital e intereses actualmente son limitados y un cambio en las condiciones económicas y de mercado, tendrían un impacto adverso y debilitarían su capacidad de pago, por lo que deben evaluarse continuamente para monitorear su desarrollo ante nuevas circunstancias.

B. Valores especulativos, actualmente están cumpliendo con el pago de intereses de capital, la probabilidad de continuar pagando oportunamente está limitada a márgenes de seguridad mínimos. Dependiendo de un entorno favorable para continuar cumpliendo oportunamente sus obligaciones.

C. Valores que cuentan con ciertos problemas internos que de no ser resueltos podrían provocar insolvencia en caso de un entorno desfavorable, es poco probable que cumplan oportunamente con el pago de capital e intereses. Son altamente especulativos.

D Empresa insolvente (en suspensión de pagos, banca rota, o liquidación.).

Las tendencias crediticias que refieren las clasificaciones anteriores son:

- (+) Positiva.
- (*) Estable.
- (-) Negativa.
- (V) Variable.

Los inversionistas deberán considerar éstos elementos al adquirir tales o cuales instrumentos bursátiles, y determinar de manera precisa sus intenciones y objetivos, ya sean éstos de ahorrador, inversionista, o especulador que más adelante se analizarán.

Existen además otros aspectos importantes a considerar al decidirse realizar una inversión en acciones, así como también una serie de técnicas y análisis en las que se fundamentan las decisiones de inversión, ellas serán abordadas en el siguiente capítulo con mayor profundidad, enfatizando el aspecto teórico pero complementado con el desarrollo de un caso práctico.

4.5. Clasificación de los distintos tipos de inversionistas.

Dentro del medio bursátil mexicano, se identifican dos clases bien marcadas de inversionistas y que naturalmente responden a diferentes criterios en materia de inversión:

a) **Particulares.** Generalmente se identifican como personas físicas. Éstos a su vez presentan la siguiente clasificación de acuerdo a las motivaciones de concurrencia al participar en el mercado financiero nacional:

- 1) **Rematistas.**
- 2) **Inversionistas.**
 - i) **Defensivos.**
 - ii) **Agresivos.**
- 3) **Especuladores.**

b) **Institucionales.** Son personas morales, regularmente constituidos por grandes empresas, fondos de pensiones, compañías de seguros y sociedades de inversión entre otros.

a) Inversionistas particulares.

Se aclara de antemano que la clasificación que aquí se realiza de los inversionistas particulares parte de la actitud y racionalidad que éstos toman al participar en el mercado, tales diferencias refieren motivos, económicos, psicológicos, y van de extremo a extremo, ellos son, desde el rentista hasta el especulador.

Sobre la clasificación de los inversionistas particulares se puede decir lo siguiente:

1) Rentistas.

Como su nombre lo indica, se trata de personas que viven de los productos de su patrimonio. En su mayoría son aquellas personas que no se encuentran en su etapa productiva de vida. Su principal característica es la de buscar el óptimo rendimiento a la par de la seguridad de su capital, tienden a ser sumamente conservadores y su tacto con el medio bursátil es nulo.

Las carteras que integran se constituyen básicamente de instrumentos de renta fija (115). El aspecto que no consideran es la pérdida del poder adquisitivo generada por el proceso inflacionario, así como, falta de protección en momentos de devaluación, no se encuentran conscientes de la importancia de optimizar su patrimonio por falta de conocimiento de los instrumentos y del medio financiero en el que se desenvuelve, como de su condiciones para la asimilación de riesgos financieros.

2) Inversionistas:

Este grupo lo constituyen aquellos ahorradores individuales, cuyos recursos son invertidos en valores mobiliarios, ya sean de renta fija o variable, sin embargo, en el medio ésta categoría también es aplicada a tenedores de acciones. Se caracterizan por tener un conocimiento superfluo del mercado de valores, dejando dirigir sus inversiones por las opiniones de asesores especializados. Asumen riesgos financieros bajo posiciones conservadoras retribuyéndose esto al lograr tasas de interés superiores a los rentistas. Se caracterizan por aquellas personas cuya edad media de vida se encuentran en la etapa productiva de su vida (116), cuyo objetivo final es el lograr la formación y preservación de un patrimonio.

(115) Aquellos instrumentos que garantizan mínimos márgenes de riesgos, y a largo plazo.
Ver: Instrumentos de renta fija.

(116) Personas cuyos ingresos provienen del producto de su trabajo.

Se encuentra subdividido en:

a) Inversionista defensivo.

Tiene a buscas un márgen considerable de seguridad (en términos de riesgo y rendimiento). Las carteras que integran incluyen valores de renta fija de primera clase y una serie de acciones como las de algunas de las empresas más importantes, preparadas por asesores financieros especializados (117).

b) Inversionista agresivo.

Este busca la percepción de ingresos más elevados que los inversionistas defensivos, cuidando que sus ingresos no sean menores a los obtenidos por estos últimos.

Cuenta con conocimientos sobre el funcionamiento y características del mercado de valores de sus tendencias y perspectivas: Sin embargo por asimilar altos niveles de riesgo, puede incurrir en notables pérdidas. Su actitud y conocimiento al enfrentar sus decisiones de inversión son las técnicas convencionales del mercado, sin llegar al extremo de la especulación, ellas son:

- Seleccionar:

Adquirir acciones cuyos precios se hallan comportado mejor que el mercado en su conjunto en un período determinado.

- Promediar:

Adquirir títulos a precios inferiores a la cotización de la última compra.

- Comprar:

Seleccionar a largo plazo. Para ello existen empresas que considerando su giro de actividades ofrecen buenas perspectivas a éstos plazos. Tal selección deberá realizarse a nivel de ramas o sectores empresariales (118).

(117) Para éstos inversionistas la convinación de valores de renta fija como de variables dependerá en última instancia del propio inversionista.

(118) Regularmente las acciones indicadas para tales operaciones son las denominadas de crecimiento.

- Gangas:

Se trata de acciones que por causas diferentes se encuentran cotizadas por debajo de su valor real. Para éste caso la selección se realizará utilizando las diferentes técnicas financieras y bursátiles que serán abordadas en el capítulo siguiente.

3) Especuladores.

En términos generales el especulador se caracteriza, por conocer con bastante profundidad el mercado de valores, cuenta con recursos y tiempo suficiente para canalizarlos a la inversión en valores.

Dentro de la clasificación aquí expuesta sobre los inversionistas personales, el especulador presenta dificultad a catalogar, en vista que toda inversión lleva implícita en mayor o menor medida, el factor especulación. Presenta al mismo tiempo varias características de los demás inversionistas personales.

A diferencia del rentista e inversionista, no busca ni el rendimiento ni la ganancia de largo plazo, ya que cualquier operación que realiza, si no se liquida a corto plazo no puede ser considerada especulativa.

El objetivo esencial de ésta actitud es la de obtener una utilidad a corto plazo que le permita incrementar su volúmen de recursos para estar en condiciones de hacer otra compra y así sucesivamente. Lógicamente no se buscan altos rendimientos en sus operaciones, como consecuencia del conocimiento del mercado y del estrecho contacto que tiene con el muchas veces cuenta con información interna, que lo coloca en posición ventajosa respecto a los demás compradores y vendedores.

En las carteras que constituye, son considerados pocos valores, en vista del tiempo que se requiere para hacer el estudio económico, bursátil y financiero de cada uno de ellos.

Por último refiriendo la especulación debemos hacer algunas consideraciones más:

- Tiende a provocar la desviación de los precios del valor real de la inversión.
- Realiza constantes transacciones, por lo que le da movilidad a la actividad cotidiana.
- Permite que los precios reflejen tanto los eventos actuales como los futuros. (tendencias)

Inversionistas institucionales.

Dentro del ambiente bursátil son los inversionistas más importantes, ésto se afirma considerando el peso de los volúmenes y montos de inversión y operaciones que mantienen en la tendencia general del mercado.

Conforman equipos de profesionistas especializados, que prevén escenarios futuros a plazos determinados, considerando gran número de variables, el objetivo es el lograr la maximización de resultados y la minimización de pérdidas en términos de inversiones y costos de oportunidad, adelantándose a la situaciones futuras para la mejor toma de decisiones a favor de su institución.

A partir de la profesionalización de su actividad y responsabilidad para con la empresa a la que representa, sus estrategias y políticas, persigue los siguientes objetivos:

- a) Utilidades.
- b) Rendimientos.
- c) Seguridad.
- d) Plazo.

a) Utilidades.

Las ganancias de capital que arroja una cartera de éste tipo debe estar prefijada, haciendose necesario considerar y evaluar los siguientes elementos:

- Pérdida del poder adquisitivo.
- Comportamiento general de la economía.
- Rendimientos vigentes de capital.

Otro factor importante para la toma de decisiones en materia de política a seguir, es la comparación con el desarrollo de otras carteras institucionales.

b) Rendimientos.

Por lo general, los inversionistas procuran obtener utilidades adicionales a través de intereses y dividendos, es común cuando se acostumbra repartir productos, ejemplo actual, son las sociedades de inversión. Por lo anterior al adquirir un valor de inversión se deberá considerar el rendimiento corriente que se requiere sobre su inversión, así como también el estimado, ya que el retorno sobre la inversión debe ser congruente a los otros factores involucrados (principalmente el riesgo el que se va a incurrir) de lo contrario no se obtendrá una optimización sobre la inversión en activos financieros.

c) Seguridad y riesgo.

En lo referente se puede afirmar que no se tiene el derecho de perder, esto no es permitible en vista que gran parte de las ganancias de la inversión son destinadas al pago de la asesoría prestada, por lo que la responsabilidad para éstos es grande. Se requiere por tanto que las investigaciones y análisis de los valores a comprar sean eficientes y exhaustivas para la mejor decisión.

En lo referente al riesgo y de acuerdo a las teorías tradicionales de evaluación de activos financieros y a la lógica, todos los inversionistas pedirán un rendimiento mayor de sus instrumentos a través de una prima por riesgo, que involucra la posibilidad de falta o retraso de pago, etc. es decir a mayor riesgo el inversionista necesitará un mayor rendimiento.

d) Liquidez.

La liquidez es un factor determinante en la decisión de inversión ya que no es lo mismo invertir un excedente temporal de tesorería, que se llegara a necesitar a corto plazo, que hacer la inversión pensando en un largo plazo, por lo que los inversionistas deberán estar dispuestos a sacrificar un poco la tasa de rendimiento si los instrumentos que seleccionan les garantizan una mayor liquidez.

e) El plazo.

Este factor mantiene mayor nivel de significación que los anteriores, ya que determina todos los anteriores.

El plazo es útil a considerar en aquellos instrumentos que tienen una vida predeterminada sobre todo en instrumentos de renta fija, y se debe tomar en cuenta el tiempo que falta para su vencimiento ya que muchas veces se puede convertir el instrumento en efectivo antes de su vencimiento. Muchas veces se puede convertir el instrumento en efectivo antes de su vencimiento pero con un castigo en el rendimiento.

Por lo general, un mayor plazo en la inversión involucra un mayor riesgo implícito, tanto en el rendimiento como en la incertidumbre de otras variables importantes, como pueden ser, riesgos operativos (que la planta productiva se quemé) riesgos políticos (la empresa sea expropiada) etc.,

En general, como puede notarse una variable involucra a otra; por ejemplo, a un plazo más grande se implica un mayor riesgo y de ésta manera se le exige un mayor rendimiento.

Sucede que el inversionista institucional tiende a actuar a largo plazo, porque una situación atractiva puede dejarlo de ser en períodos mayores. Por ello las decisiones de inversión deben mostrar preferencia por aquellos valores que muestran las mejores cualidades o expectativas de ganancia, rendimiento y seguridad (119).

El conocimiento de las características y el comportamiento del instrumento así como del mercado, permiten conocer con una gran exactitud en que momento específico se debe de invertir y en cual no, con el objetivo de no incurrir en compras precipitadas o compras de pánico, lo que evita incurrir en costosas pérdidas.

(119) Así como sus pocas necesidades de liquidez por su estabilidad de solvencia, resultado de la planeación económica-empresarial, se explica su comportamiento de decisiones de inversión a largo plazo.

De todo lo anterior se deduce que el comportamiento del inversionista institucional, involucra y se identifica con el resto de los inversionistas que componen en esta sencilla clasificación y sin duda alguna plantea un comportamiento ideal de manejarse al invertir en un mercado susceptible de grandes variaciones macroeconómicas como en el caso de nuestro país, empero el objetivo del apartado no es otro que el de mostrar los tipos de inversionistas que se caracterizan en nuestra economía, su comportamiento y actitudes, y al mismo tiempo los elementos mínimos que el inversionista mexicano en general (cualquiera de los citados) deba de considerar para realizar una inversión no solo eficiente sino que también óptima.

En el siguiente cuadro se muestran los rendimientos de las principales alternativas de inversión bursátil en México de 1984 a 1991. Se observa como todos los instrumentos mostraron rendimientos superiores a la inflación.

Es evidente como en el período 1990 a 1991, en el que las reformas para la modernización del mercado de valores entran en vigor, el mercado accionario supero en gran medida los rendimientos del resto de los instrumentos, mostrando un incremento porcentual del 127.65 %, mientras que en el resto de los instrumentos, mostraron decrecimientos (ver cuadro No.6), ello se debió a:

- La restauración de la confianza en la economía del país.
- Aumento de las exportaciones de las empresas cotizadas en bolsa.
- Redituables resultados contables de las empresas cotizadas en bolsa.
- Eficiente manejo de la política económica mexicana.

Después de las acciones, el papel comercial bursátil otorga los mejores rendimientos del mercado otorgando 21.80 % de rendimiento real.

Por lo que se puede concluir que en el período de 1990 a 1991 los instrumentos que han dado los rendimientos más altos, fueron los valores de renta variable, teniendo como consecuencia, que al ser éstos rendimientos superiores al resto de los instrumentos bursátiles, se acepta la segunda hipótesis de la investigación.

De tal manera al invertir en el mercado accionario nacional, los ahorros de los inversionistas están protegidos contra la inflación y por tanto contra la posible pérdida del poder adquisitivo de la moneda, al mismo tiempo que otorgan los mejores rendimientos del mercado, son por tanto la mejor alternativa de inversión.

ANEXO 4

PERIODO	1 L.P.C.	2 MERCADO ACCIONES	3 OBLIGACIONES FINANCIARIAS	4 OBLIGACIONES COMERCIALES	5 RENTAS FINANCIARIAS	6 RENTAS COMERCIALES	7 RENTAS COMERCIALES	8 RENTAS COMERCIALES	9 RENTAS COMERCIALES	10 RENTAS COMERCIALES	11 RENTAS COMERCIALES
1976	16,57	47,39	125,59	129,18	139,21	165,34	69,29	169,29	169,27		94,44
1977	15,02	36,47	169,75	169,77	167,69	177,64	122,94	174,39	125,64		117,59
1978	14,79	21,13	114,79	114,69	114,61	66,33	112,99	114,77	14,74		11,27
1979	19,79	49,69	162,29	162,29	162,29	162,29	162,29	162,29	162,29		162,29
1980	18,09	69,79	122,09	122,09	122,09	122,09	122,09	122,09	122,09		122,09
1981	16,69	1.071,69	6,19	7,44	14,14	14,14	14,14	14,14	14,14		14,14
TOTAL	14,49	471,64	61,77	14,68	47,77	73,79	94,47	64,69	64,69		94,17

Nota: Todos los datos en millones de Bs.
 1. Rendimientos desde 1976-1981
 2. No aplica
 3. Índice de Precio y Cotización de la BMV
 Fuente: Estadísticas Mensuales del Banco de Abastecimiento y Bienes Muebles de Valencia

5. ANÁLISIS DE LAS DECISIONES DE INVERSIÓN PARA EL MERCADO ACCIONARIO MEXICANO

Como se mencionó en el capítulo anterior, el principal objetivo de todo inversionista al decidirse participar en el mercado de valores y en específico en el mercado accionario, es sin duda alguna, el de obtener el mayor rendimiento y liquidez, así como, el mínimo riesgo posible. La decisión a tomar al respecto de que instrumento o acción seleccionar, dependerá del resultado del estudio y análisis que se efectúe con anterioridad de el o los valores en que se desea invertir.

El objetivo de éste apartado es el de mostrar las estrategias, factores, y técnicas de análisis que son empleadas por una asesoría especializada, para garantizar la mejor toma de decisiones en un mercado accionario de singulares particularidades, como lo es el mexicano (120).

Antes de adentrarse con mayor profundidad al análisis de las inversiones y al instrumental con el que se cuenta para la toma de decisiones financieras, y en específico, bursátiles en el mercado accionario, es preciso el considerar algunos conceptos y reflexiones.

5.1. El concepto de análisis y su aplicación en la toma de decisiones de inversión.

Por Análisis se puede entender, la descomposición que se hace de un todo para llegar a algo específico, ello es, que de un todo complejo se van separando sus partes en forma lógica y ordenada, las cuales por sí solas dan razón de ser a su propia existencia, ésta descomposición puede ser realizada de manera inversa, de tal manera que de algo específico, empezando a estudiar su descomposición, nos llevaría a determinar las causas de donde proviene, logrando así, observar su origen.

(120) Caracterizado actualmente por ofrecer altos rendimientos, pero naturalmente con niveles de riesgo considerables, un mercado que ha manifestado cambios estructurales de gran fuerza en el ámbito de legislación, modernización e internacionalización no ha logrado, consolidarse como uno de los grandes mercados internacionales llamados estables y desarrollados.

La premisa básica de todo análisis, es el de estudiar algo en forma lógica y ordenada, de más a menos, ó de lo general a lo concreto. El ámbito bursátil no está exento de éstos razonamientos, aunque existen diferentes tipos de análisis, cada uno de ellos de gran importancia y con enfoque diferentes de estudio, son de utilidad para la toma de decisiones y por tanto para poder invertir, dado que el mercado de valores es rápido y complejo, en éste medio se encuentran diferentes tipos de análisis, dentro de los más importantes encontramos:

- a) El Análisis fundamental.
- b) El Análisis técnico.

5.2. El Análisis Fundamental.

- a) Concepto y generalidades.

Es conocido como análisis fundamental, aquel que toma en consideración los aspectos macroeconómicos. que constituyen el entorno de la empresa, y que por lo tanto constituirán su perspectiva de desarrollo en horizontes de corto, mediano y largo plazo, de acuerdo como se considere en el futuro el estado de los negocios en general y en el de la rama a la que pertenece a la empresa emisora, también es conocido como análisis económico (121).

Es un análisis de las variables que determinan el comportamiento de la acción desde un punto de vista exógeno de la empresa, las que podrían ser, aquellas variables que llegarían a influir en la oferta o demanda de la acción de la emisora dentro del mercado, ya sea en el presente o en un futuro, ellos pueden ser: administración, ventas, utilidades, y situación del mercado. El objetivo es inferir en la potencialidad de crecimiento de la empresa en términos de sus resultados históricos, y observar el grado de respuesta que llegaría a mantener el precio de la acción el mercado accionario.

Enfrentamos un problema esencial, el lograr un pronóstico verdaderamente certero sobre las utilidades de la empresa para los períodos futuros, ello permitirá una operación de compra o venta de las acciones de manera oportuna, y determinará cual sería la mejor toma de decisión en materia de inversión. Es la parte más difícil del análisis fundamental ya que entran en juego la incertidumbre y el riesgo, para ello se realizan las evaluaciones correspondientes a la trayectoria del precio de la acción de alguna emisora de interés, tal estimación a futuro sería la única variable de todo el proceso del análisis de inversión que podría representar un margen importante de error.

(121) NUÑEZ, Estrada Hector Rogelio. Mercado de dinero y mercado de capitales. Editorial PAC. México, 1991, Pág. 252.

Se identifican dos indicadores básicos para lograr lo anterior, el primero es la rentabilidad sobre la inversión propia de la empresa emisora de la acción, es decir, que tan eficiente ha sido como "ganadora de dinero" y que tan buena será en un futuro. Naturalmente el objetivo mínimo a alcanzar por cualquier empresa es, que en el largo plazo mantenga un porcentaje en el rendimiento sobre la inversión propia, ó al menos que éste se iguale a la inflación del período, de lo contrario se estaría descapitalizando.

Otro rubro importante es el análisis del crecimiento de la empresa, el cual se deberá esperar que sea a lo menos igual al crecimiento en sus mercados. Tal crecimiento puede ser cuantificado por los incrementos registrados en sus ventas, utilidades o en activos. Ésta es la razón por la que es de gran utilidad la información financiera que reporte la empresa periódicamente y de su constante evaluación.

De lo anterior, se concluye que el rendimiento sobre la inversión propia y el crecimiento de la empresa, representan en su conjunto, el objetivo esencial de cualquier empresa como fué señalado en el capítulo anterior.

A continuación se explican los factores que son necesarios abordar para alcanzar los objetivos que persigue el análisis fundamental, enfatizando algunas observaciones e importancia de cada uno de ellos.

a) Fuentes de Información.

Las fuentes de información a utilizar pueden proceder de dos fuentes: pública o privilegiada.

La **pública**, es aquella que las empresas proporcionan de manera trimestral o a través de la Bolsa Mexicana de Valores a todas las personas que la solicitan.

La **privilegiada**, es aquella a la que un grupo exclusivo de personas, intrínsecamente relacionados con la dirección de la empresa, conocen de manera anticipada y oportuna, permitiendo con ello a las personas informadas la compra o venta anticipada de los valores en que repercute tal información.

b) Antecedentes de la empresa.

Su importancia radica en que la historia de una compañía emisora nos permite comprender de mejor manera la situación actual de ésta, además de inferir su comportamiento futuro. Nos permite por tanto evaluar la eficiencia y carácter de sus estrategias y comprender el origen de sus éxitos o fracasos, de acuerdo a su actitud riesgosa ó conservadora, asimilando el riesgo al decidirse invertir en ella.

Muchos de los grandes grupos industriales y financieros en nuestra actualidad, se han conformado a través de fusiones, consolidaciones, compra de otras firmas o arrendamientos de bienes de producción, actividades que han logrado una gran efervescencia apartir de la especialización financiera, empresarial y económica en general, El historial de tales combinaciones empresariales-financieras puede ser altamente indicativo para fijar la política general seguida por la dirección de la empresa y lograr vislumbrar hacia donde va ésta.

c) Dirección de la empresa.

En la economía moderna los llamados factores de la producción, son aún los tradicionales de la economía clásica: tierra, trabajo y capital, pero aunamos otro más de gran importancia en la actualidad, la **organización**. Indudablemente la causa de todo éxito o fracaso de una empresa moderna se encuentra en su dirección (organización), que es la calidad de sus directivos ya que son éstos los responsables del esfuerzo del mercadeo, la eficiencia de la producción y todas las demás operaciones que ayudan al éxito o fracaso de una unidad empresarial.

El análisis de toda una compañía se puede encontrar representada por un estudio de la calidad de sus directivos, en otras palabras, si la compañía ha logrado buenos beneficios y mayores en relación a sus competidores, es sin duda por que se encuentra mejor administrada. No obstante, con cierta frecuencia cabe obtener un avance de la actividad que probablemente en un futuro tomará tal dirección, identificar las personas claves en ellas, y también de aquellos que parecen destinados a alcanzar los cargos superiores.

d) Perspectivas y estimación de ventas y utilidades.

Al pretender considerar las perspectivas futuras de ventas para una empresa, es preciso el conocer al máximo su o sus mercados.

Los análisis se simplifican cuando las empresas producen uno o dos productos, dificultándose tal análisis cuando la gama de productos es grande (122).

Para lo anterior resulta de utilidad el reconocer cuales son los productos o clases de productos que en una ponderación son de mayor significación o aportación marginal, y por tanto contribuyen en un mayor grado a los beneficios netos generados por la empresa.

(122) Es preciso el considerar que ciertas empresas cuentan con una gama de productos o servicios tan variada y diversificada, que pertenecen a dos o más sectores económicos.

El conocimiento de los diferentes artículos de que dispone una compañía ayuda al analista a desarrollar el estudio de las perspectivas en dos diferentes formas:

i) Indicando el punto por el cual debe concentrar su esfuerzo. Por lo común aquellos productos que aportan las partes más significativas del volumen de ventas, requieren de una atención máxima.

ii) Mediante la comparación de los artículos que produce la empresa, con los artículos de otras empresas que pertenecen al mismo sector industrial, comercial o de servicios.

Uno de los supuestos al realizar un análisis fundamental es que:

Toda acción tiene un valor presente, el cual queda en función de su capacidad de generar utilidades, así como, de que el precio de mercado tiende a fluctuar hacia ese valor.

Lo anterior es que, el valor de mercado de la acción de una empresa se encuentra íntimamente vinculado a sus utilidades futuras, así como, de estabilidad y potencial actual para lograrlas, aunque tal efecto se realizará cuando se alcance el nivel de utilidades previsto.

Para lograr obtener un pronóstico de utilidades con un nivel aceptable de confiabilidad es necesario el estudio del comportamiento que ha tenido la empresa en el pasado, la distribución actual de sus inversiones, así como, de su capacidad de generar utilidades. Todo lo anterior, considerando el entorno del ámbito económico-financiero del momento. El objetivo último es el tratar de llegar a conclusiones que contengan el mayor número de elementos posibles para la mejor toma de decisiones, con la estrategias de partir de lo general, a lo particular, conviene invertir comprando la acción de la emisora dicha o no.

Para el estudio y la evaluación, así como, para realizar la estimación de las utilidades futuras de las empresas emisoras de papel accionario se debe considerar los siguientes aspectos:

i) El financiero.

Para lo que se utiliza el análisis e interpretación de los estados financieros.

ii) El económico.

Considerando un análisis económico en un contexto general y naturalmente actual.

III) El humano.

Realizado através de un análisis e interpretación de la fuerzas que gravitan sobre los grupos de personas cuyas decisiones llegarían a afectar en última instancia los resultados de las empresas. Los que son:

- 1) Administradores, funcionarios y trabajadores.
- 2) Clientes, distribuidores y consumidores de los productos o servicios de la empresa o grupo empresarial.
- 3) Inversionistas, tenedores de las acciones de la sociedad.
- 4) Proveedores de los que depende el abastecimiento de mercancías o materias primas necesarias para el buen funcionamiento de la empresa.
- 5) Equipo humano de donde emanan las leyes, reglamentos y decretos que afectan directa o indirectamente la actividad de la empresa emisora.

i) Análisis del aspecto financiero de la empresa.

Como se dijo anteriormente para ésta parte del análisis fundamental es de uso convencional el análisis e interpretación de los estados financieros, el cual posee como objetivo el formar una opinión acerca de la situación financiera de la empresa, dentro del entorno económico en el que se desenvuelva.

Los diferentes métodos de análisis y su interpretación no deben ser considerados como fines, sino únicamente como instrumentos útiles, son un medio y no un fin (123), y dirigidos a un objetivo determinado. En ésta parte del análisis debemos entender las proporciones y desviaciones que presentan, y que requerirán una explicación verdaderamente razonable.

(123) Las decisiones que se llegarán a determinar, ya sea como retención, compra o venta de una acción, no estarán tomadas tan solo por las conclusiones tomadas de resultados numéricos aritméticos sino que se encuentran dadas por una serie de elementos como son:

- El tipo de empresa del que se trate: En lo referente a su objeto, estructura administrativa, régimen jurídico, derecho de propiedad, desarrollo del trabajo y lugar de ejecución.
- Dimensión de la empresa: Aclarar si se trata de un negocio grande, mediano, o pequeño.
- Clase o ramo del negocio: Si se trata de una empresa industrial, comercial o de servicios.
- Estado particular del negocio: Tomar en cuenta si el negocio que se estudia se encuentra laborando en condiciones normales y si existen planes de liquidación, fusión o transformación.

Los métodos conocidos y comúnmente utilizados para éste tipo de análisis son:

Método de análisis horizontal. Consiste en comparar los conceptos homogéneos de los estados financieros a dos fechas distintas, obteniendo de la cifra base una diferencia positiva o negativa. La base de éste método radica en la comparación de estados financiero del mismo genero, pero correspondientes a ejercicios diferentes, para que permitan conocer el porque de los cambios ocurridos en la empresa, de un período a otro y facilitar su estudio.

Métodos de porcentos Integrales.

Este método se fundamenta en el principio de que todo es igual a la suma de sus partes y en la consideración de una cantidad que es igualable al 100%. Es aplicable tanto al estado de resultados como al balance, en el primero por lo regular la cantidad que se iguala a 100% son las ventas netas y en el segundo es tomado el activo total.

La utilidad del análisis mediante porcentajes integrales radica en que nos demuestra, en el caso del estado de resultados, que porcentajes de nuestras ventas netas se encuentra representada en cada concepto, costo de venta, gasto de operación, costo integral del financiamiento, impuesto sobre la renta, participación de los trabajadores en las utilidades y utilidad neta. De tal forma que es posible el determinar si la empresa está sufriendo alguna desviación en los conceptos antes mencionados y posteriormente tomar la decisión al respecto para superar cualquier problema.

Método de razones y proporciones.

Indudablemente el análisis financiero en gran medida parte del uso de razones, y es el método convencionalmente más utilizado, y se utiliza para el desarrollo de un caso práctico al final de presente capítulo, por lo que se profundiza en la explicación de su metodología y razonamiento, sin embargo debe ser tomado en cuenta las limitaciones que implica el uso de éste método.

El análisis a base de razones, es realmente útil para indicar probabilidades, como para señalar puntos débiles, pero no sirve como base de juicio, ni para poner de manifiesto hechos ciertos. Por lo que es preciso el reconocer sus limitaciones y no dejarse llevar por conclusiones erróneas por atribuirle funciones que no le corresponden.

También es necesario escoger relaciones adecuadas que no nos lleven a darle importancia a cifras que no poseen ningún significado. El uso de éste método tiene una mejor aplicación cuando se le compara con un patrón de comparación standard los cuales pueden ser:

- Aquellas razones que resultaron de la actividad financiera y de operación en el pasado de éste negocio en particular.
- Las razones de las empresas competidoras.
- Las razones del sector a la cual la empresa pertenece.

Dependiendo del rubro que se quiera analizar, en especial del comportamiento financiero de la empresa, se pueden elegir las razones que más convengan. Las razones existentes para éstos casos son:

- a) Rendimiento.
- b) Actividad.
- c) Apalancamiento.
- d) Líquidez.
- e) Flujo de efectivo.

La manera práctica para la elaboración de su cálculo es la siguiente:

a) Razones de rendimiento.

- Razón de utilidad neta a ventas netas:

Indica el por ciento que el importe de la utilidad neta representa del monto total de las ventas netas. ¿Que parte de las ventas netas son realmente utilidades en porcientos, ó que porcentaje de utilidades son generadas por las ventas?. Este porcentaje debe ser igual al por ciento integral que se exprese en los datos de resultados. La expresión de su formula es:

$$\text{Utilidad Neta/ Ventas Netas} = \% (124).$$

- Utilidad neta a capital contable.

Corresponderá al por ciento que represente el importe de la utilidad neta del monto del capital contable, ó el porcentaje en que el capital contable participa en la generación de utilidades, (La eficiencia del capital contable en términos de utilidades). La formula para su obtención es expresada como:

$$\text{Utilidad Neta/Capital Contable} = \%$$

(124) Su resultado es en porcentajes.

- Utilidad neta a activo total.

Deberá corresponder al por ciento que el importe de la utilidad neta represente de la suma total del activo; su expresión es:

$$\text{Utilidad Neta/ Activo Total} = \%$$

- Dividendo en efectivo por acción a utilidad por acción.

Corresponderá al por ciento que el importe del dividendo en efectivo decretado para cada acción en el período contable anterior represente de la utilidad por acción del período contable inmediato anterior. Su expresión es:

$$\text{Dividendo en efectivo por acción/Utilidad por acción} = \%$$

b) Razones de actividad.

- Ventas netas a activo total.

Corresponderá al número de veces que el importe de ventas netas equivalen al monto del activo total, su expresión es:

$$\text{Ventas Netas/Activo Total} = \text{Veces (125).}$$

- Ventas netas a activo fijo.

Indica el número de veces que el importe de las ventas netas corresponde al valor neto de adquisición y revaluación del activo fijo, su expresión es:

$$\text{Vtas.Netas/Act.Fijo+Revaluación Neta} = \text{Veces}$$

- Rotación de inventarios.

Indica el número de veces que el importe del costo de ventas del período sujeto a información equivale al saldo de existencias en el transcurso del mismo lapso. Su expresión es:

$$\text{Costo de Ventas/Saldo de inventario del período sujeto a información incluyendo revaluación} = \text{Veces}$$

(125) Significa las veces en las que el dominador cubre al denominador.

- **Días de ventas por cobrar.**

Expresa los días de venta que la empresa tiene por cobrar al final del período sujeto a información, para su cálculo se usa la siguiente expresión:

**Saldos de cuentas y documentos por cobrar / Ventas netas del
a clientes a la fecha de la información / Período sujeto a información.**

$$= a N * \text{días que comprende el período a analizar} = \text{Días}$$

c) Razones de apalancamiento.

- **Pasivo total a activo total.**

Representa el porcentaje que el pasivo total representa del activo total su expresión es:

$$\text{Pasivo Total/ Activo Total} = \%$$

- **Pasivo total a capital contable.**

Indica el porcentaje que el pasivo total representa del monto del capital contable:

$$\text{Pasivo Total/ Capital Contable.} = \%$$

- **Pasivo a largo plazo a capital de trabajo.**

Corresponde al porcentaje que al importe del pasivo a largo plazo representa del capital de trabajo, su expresión es:

$$\text{Pasivo a Largo Plazo / Capital Contable} = \%$$

- **Pasivo a largo plazo a capital contable.**

Corresponde al porcentaje que representa el pasivo a largo plazo del monto del capital contable, su expresión es:

$$\text{Pasivo a Largo Plazo/ Capital Contable} = \%$$

- Utilidad de operación a gastos financieros.

Muestra el número de veces que el importe de los gastos financieros cargados a resultados equivalen al monto de la utilidad de operación:

$$\text{Utilidad de Operación/Gastos Financieros} = \text{Veces}$$

- Ventas netas a activo total.

Corresponde al número de veces que el importe de la ventas netas corresponden al valor del pasivo total, su expresión es:

$$\text{Ventas Netas/Pasivo Total} = \text{Veces}$$

d) Razones de liquidez.

- Activo circulante a pasivo circulante .

Expresa en veces la relación existente entre el importe del activo circulante y el monto del pasivo a corto plazo, su expresión es:

$$\text{Activo Circulante/Pasivo Circulante} = \text{Veces}$$

- Activo circulante-Inventarios a pasivo circulante.

Indica la relación en veces que existe entre el activo circulante deducido del importe de inventarios neto a pasivo a corto plazo, su expresión es:

$$\text{Activo Circulante-Inventarios/Pasivo Circulante} = \text{Veces}$$

- Capital de trabajo a activo circulante.

Muestra el número de veces que el importe del capital de trabajo equivale al monto total del pasivo circulante, su expresión es:

$$\text{Capital de Trabajo/Pasivo Circulante} = \text{Veces}$$

- Activo circulante a pasivo total.

Expresa en veces la relación que existe entre el activo circulante y el pasivo total, su expresión es :

$$\text{Activo Circulante/Pasivo Total} = \text{Veces}$$

e) Razones de flujo de efectivo.

- Efectivo generado por operaciones a total de fuentes de efectivo.

Indica el porcentaje que el importe del efectivo generado por operación represente del monto total de las fuentes de efectivo de la empresa, su expresión es:

$$\text{Efectivo generado por operación} / \text{Total de fuentes de efectivo} = \%$$

- Otras fuentes de efectivo a total de fuentes de efectivo.

Corresponde al porcentaje que represente el importe de otras fuentes de efectivo del monto total de fuentes de efectivo, su expresión es:

$$\text{Otras fuentes de efectivo} / \text{Total de fuentes de efectivo.} = \%$$

- Total de aplicaciones a total de fuentes de efectivo.

Corresponde al porcentaje que el importe total de aplicaciones represente de las fuentes de efectivo, su expresión es:

$$\text{Total de Aplicaciones} / \text{Total de fuentes de efectivo} = \%$$

- Pago de deuda a total de aplicaciones.

Indica la proporción que el importe del pago de deuda representa del total de aplicaciones, su expresión es:

$$\text{Pago de Deuda} / \text{Total de aplicaciones} = \%$$

- Inversiones en activo fijo a total de aplicaciones.

Representa el porcentaje que el importe de las inversiones en activo fijo equivalen del total de aplicaciones, su expresión es:

$$\text{Inversiones en Activos Fijo} / \text{Total de Aplicaciones} = \%$$

ii) Análisis del aspecto económico de la empresa.

En el análisis económico son estudiadas las características fundamentales que de un modo u otro afectan a la empresa. Tales características son señaladas en cuatro grandes rubros:

1) Clasificación:

- a) Nombre de la empresa.
- b) Actividad - Giro en el que se desenvuelva la empresa - .
- c) Rama. - La actividad económica se divide por ramas en donde se agrupan las empresas de giros afines-.

2) Mercado: Este apartado muestra una idea general de la empresa en relación a :

- a) Oferta - Refiere los productos que se colocan para su venta en el mercado -
- b) Posición que ocupa en el mercado. - La importancia que tiene la empresa en relación a la competencia, ya sea en ventas, utilidades o tamaño.-
- c) Tipo de producto o servicio . - Conocer si los productos son materias primas, productos semielaborados, bienes de capital, bienes de consumo duradero o no duraderos o si es un servicio.-
- d) Precios. - Es preciso verificar si los productos son competitivos en el mercado o no.-
- e) Comercialización. -Conocer hacia que ramas, sectores, empresas o sector consumidor se dirigen sus productos.
- f) Proveedores. - Saber cuales son sus principales proveedores.
- g) Exportaciones. - Identificar si se realizan o no ventas en el extranjero y determinar los montos y cuanto representan éstos de las ventas netas.-

3) Estructura de la empresa.

- a) Procedencia de tecnología. - Saber que país o que empresa provee la tecnología y/o el asesoramiento.-
- b) Localización de la planta.- Identificar la ubicación geográfica de la o las fabricas o establecimientos.
- c) Insumos principales. - Conocer los materiales o productos, que en forma primordial se utilizan en la actividad de la empresa-.

4) Problemática en general: Saber si la empresa en cuestión se ve o no afectada por los problemas que en general, aquejan a las empresas en todo el país.

- a) Laboral. - Conocer si en la empresa ha habido problemas del tipo de paros, huelgas o si se preven en el futuro.-
- b) Revisión de contratos.- las fechas en que las empresas, por ley hacen la revisión del contrato colectivo de trabajo.-
- c) Escasez de mano de obra calificada. - conocer si afecta substancialmente a la empresa y como lo enfrenta.
- d) Escasez de materia prima .-Especificar que tan grave es para la empresa.-
- e) Transporte.- Conocer como afecta y de que manera trata de superar.-
- f) Control de precios.- Saber si los productos que fabrica la empresa están bajo control de precios o no.-
- g) Escasez de crédito. -Para el buen funcionamiento de una empresa es necesario un sistema crediticio y no muy costoso; saber si para la empresa éste es un problema importante o no.-
- h) Disposiciones legales.- Especificar que tipo de estímulos o en su caso cargas fiscales existen ó que clase de política económica o marco jurídico, afecta o beneficia a la empresa.

5) Aspectos humanos de la empresa.

En éste apartado se contempla todos los aspectos cuantificables y cualitativos en función del equipo humano que directa o indirectamente se relacionan con la empresa. Como por ejemplo, se obtienen y analizan los salarios promedios por trabajador y número de empleados y trabajadores de la empresa entre otros.

En el aspecto cualitativo se miden los conflictos laborables, obteniendo la sensibilidad de la empresa ante éstos eventos posibles.

Un rubro importante a considerar es el de los accionistas, donde los principales factores a analizar serían:

- a) El número de accionistas.
- b) Grado de concentración de las acciones.
- c) Reputación de los accionistas.
- d) Considerar si las acciones se encuentran en situaciones o bien si tienen movimientos especulativos muy pronunciados.

Los tres aspectos tratados, el financiero, económico y humano mantienen como principal objetivo, el obtener estimaciones de utilidades que lleven implícito un grado de confiabilidad aceptable.

6) El análisis bursátil.

La utilidad práctica de la estimación de utilidades futuras dentro del mercado de valores la encontramos en el análisis bursátil.

Una vez analizada la rentabilidad de la empresa, el crecimiento esperado y la rentabilidad y crecimiento esperados es posible evaluar el precio de la acción.

El objetivo, es poder cuantificar que tan barata o cara se encuentra una acción en el mercado, y para ello, son utilizados la relación precio valor en libros y la relación precio utilidad.

a) Relación Precio/ Valor en Libros.

El valor en libros de una acción es expresada en forma de porcentaje, si el precio de mercado de una acción, supera su valor en libros (lo que cuesta una acción contablemente de acuerdo a los activos que lo avalan) se dice que una acción está actuando con una prima ó sobre precio, ello es, sobre su valor en libros. Si por el contrario el precio de mercado de una acción es inferior a su valor en libros, se dice que el precio de mercado se cotiza con un descuento sobre su valor en libros.

Mientras una empresa sea rentable, está creciendo a un buen ritmo y la percepción de la comunidad bursátil respecto a su futuro sea positiva el precio de las acciones normalmente incurrirá en una prima en relación al valor en libros, la razón de éste sobre precio es lógica, para efectos prácticos consideremos a las empresas como entidades con vida; la experiencia, la imagen, la organización, los mercados el personal y los equipos directivos son de un gran valor, y de una gran influencia sobre el precio de una acción.

c) Estudio de la relación precio/utilidad o múltiplos.

Los múltiplos en materia de análisis bursátil, es conocido como una serie de relaciones que sirven para comparar acciones entre sí en función, de su calidad intrínseca y el precio que tienen en el mercado (126).

En otras palabras el múltiplo es una relación de alguna acción expresado como un múltiplo de las utilidades por acción de la empresa emisora, ello es, el número de veces que la utilidad por acción está implícito en el precio de mercado de dicha acción.

La importancia de esta herramienta radica en que permite evaluar el mercado de renta variable a una fecha determinada, en función de los múltiplos de las acciones, con los que puede objetivizar la situación que guarda cada acción en relación al mercado en general.

Podríamos explicar lo anterior de la siguiente manera: si tomamos el promedio del múltiplo del mercado en los últimos cinco años y notamos que el múltiplo es de 5.0 veces (por ejemplo), puede decirse que una acción con un múltiplo histórico de 5.0 veces, se encuentra en el promedio del mercado, y por tanto sí es probable que sus movimientos tengan alta relación con el mercado. Si en un momento dado dicha acción tuviese un múltiplo relativamente menor, tal situación nos indicaría que su cotización está presionada y sería probable un buen momento para la compra. Ahora bien, si por el contrario el múltiplo fuese mayor quizá reflejaría una oportunidad de venta.

Por tanto no es posible el determinar con exactitud una relación que indique la causa de la existencia de múltiplos elevados o inferiores al promedio del mercado respecto al desarrollo de una empresa; por lo general aquellas con altos índices de crecimiento muestran múltiplos más elevados y viceversa.

De lo anterior se puede afirmar, que aumentará la oferta de las acciones de aquellas empresas en las cuales existan una política de expansión y crecimiento continuo, y que prometan avances en utilidades y dividendos ya que los inversionistas pagaran altos múltiplos sobre las utilidades de éstas acciones, ya que se esperan incrementos en dividendos y utilidades en un futuro. Es por esto que un múltiplo que se eleven rápidamente en el tiempo significa generalmente, una acción con perspectivas de crecimiento durable.

Los múltiplos que son utilizados con mayor frecuencia como indicadores son:

- i) Múltiplos históricos (o ya conocidos): Los cuales determinan dividiendo el precio de mercado de la acción, entre la utilidad por acción de los últimos doce meses.
- ii) Múltiplos estimados: se determinan dividiendo el precio de mercado de la acción que se halla estimado obtenga la empresa al final del período a analizar, entre la utilidad por acción estimada .

Esta evaluación parcial tiene como objeto el darnos una idea sobre si el precio de una acción es alto (caro) o bajo (barato).

La manera en la que podemos obtener un múltiplo promedio por sector es la siguiente :

Una vez calculado el múltiplo de cada empresa que conforman el sector se suman y el resultado se divide entre el número de empresas que forman el sector.

Para calcular el múltiplo promedio del mercado se suman los múltiplos promedios de todos los sectores que forman el mercado y el resultado de la suma se divide entre el número de sectores.

Tales procedimientos son seguidos para calcular el promedio de los múltiplos conocidos como el de los estimados. La gráfica 12 muestra el desarrollo del múltiplo conocido de una muestra de 109 acciones cotizadas en la Bolsa Mexicana de Valores. De 1983 a 1992. Nótese como en el período anterior de 1986 el mercado se encuentra subvaluado, salvo en 1985, refieren momentos de estabilidad, los cuales son sanos para la economía y el mercado, fenómeno que no sucedió en 1987 año de unos de los peores crac bursátiles de la actualidad en el que el mercado se encontró sobrevaluado produciendo los efectos ya conocidos (capítulo 1), al final de tal período el mercado ha logrado mantener nuevamente su estabilidad manteniendo una subvaluación sana pero que no permite su optimización ya que el ahorro interno se comenzaba a agotar.

c) Política de dividendos de la empresa.

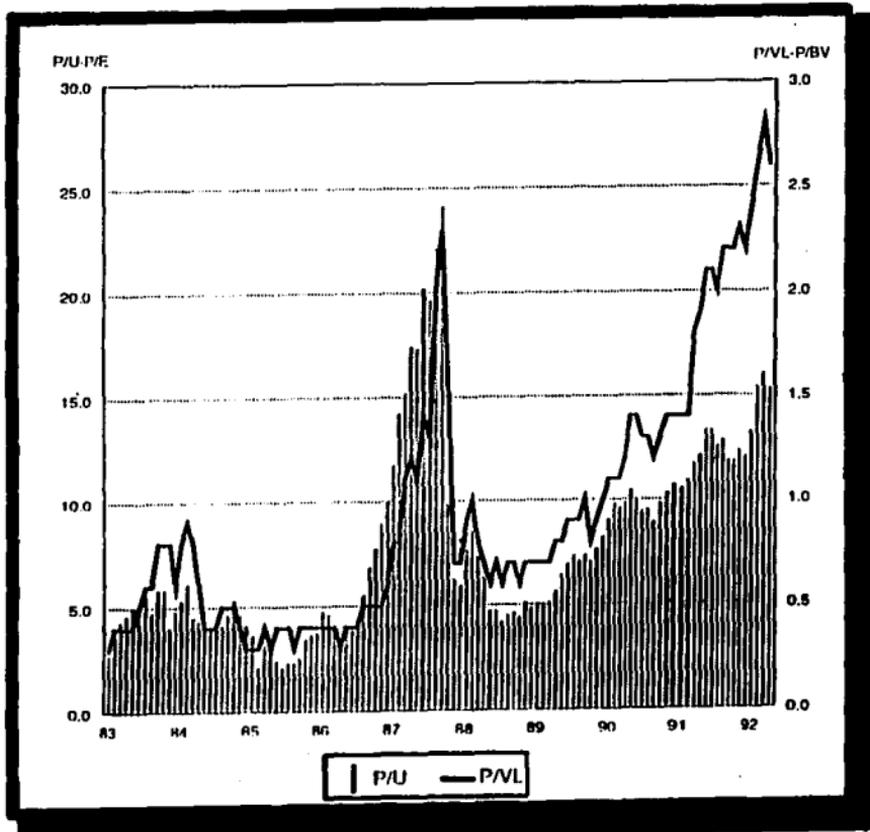
Este estudio está relacionado con la parte de las utilidades distribuidas a los accionistas de las empresas emisoras, así mismo, de la política que ha seguido la empresa en lo referente al pago de dividendos.

Aquella proporción de las utilidades pagadas a manera de dividendos a los accionistas de la empresa, mostrarán la política tomada por la empresa en éste rubro. Tal relación se obtiene dividiendo el monto total de dividendos decretados entre la utilidad neta.

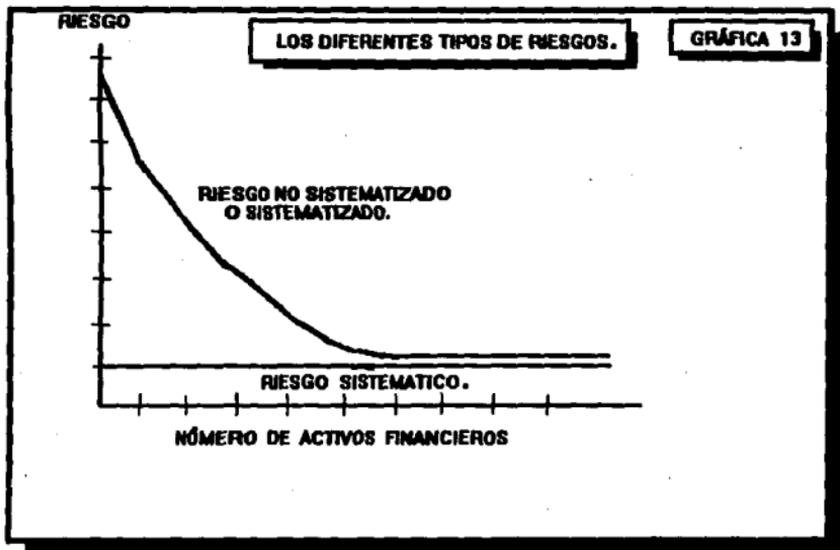
Al igual que en el estudio de múltiplos es recomendable la obtención del marco histórico de ésta relación, observando los parámetros que ha mantenido la empresa.

**BOLSA MEXICANA DE VALORES
MÚLTIPLOS HISTORICOS**

Gráfica 12



Fuente: Revista El Mercado. Elaborada por el Departamento de Análisis. Grupo Financiero Banamex-Accival. México, Mayo 1992. Pág. 21.



Fuente: BREALEY, Richard. Principios de Finanzas Corporativas. Ed. Mac Graw Hill. México, 1991. Pág. 140

RENDIMIENTO ANUAL
EN %

JERARQUÍA RIESGO - RENDIMIENTO
EN INSTRUMENTOS DEL MERCADO.

GRÁFICA 14

- ACCIONES COMUNES ESPECULATIVAS.
- ACCIONES COMUNES RECOMENDADAS.
- ACCIONES PREFERENTES.
- BONOS DE GRADO INTERMEDIO.
- BONOS DE INVERSIÓN.
- DOCUMENTOS DE INVERSIÓN.
- PAPEL COMERCIAL.
- BONOS DE TESORERÍA.

NIVELES DE RIESGOS

Fuente: BREALEY, Richard. Principios de Finanzas Corporativas. Ed. Mac Graw Hill. México, 1991. Pág. 143.

La instrumentación práctica en lo referente al mercado accionario está dado por el rendimiento, mismo que se refiere al porcentaje resultante de dividir el dividendo pagado por la emisora en el período de que se trate entre el precio de la acción. Por lo que una baja en el rendimiento puede ser ocasionada por un decremento en el dividendo pagado, o un incremento en el precio de la acción.

El significado del rendimiento ya sea para comprar o vender en un momento determinado, está dado por el precio presente y el dividendo anual presente o el esperado.

d) Bursatilidad.

La bursatilidad debe ser entendida como la facilidad para comprar o vender una acción; y el termino facilidad quiere decir, en ese contexto, el mismo día o cuando mucho, dentro de un período de una semana.

Al contrario, una acción no bursátil, significa un título que no representa mayor posibilidad de poderlo adquirir o vender en el transcurso de una semana.

Se debe aclarar que en la práctica el aspecto bursatilidad puede impactar al múltiplo de una acción: En algunas situaciones el múltiplo se encuentra a un nivel bajo, puede deberse a que la acción no pueda operarse con facilidad en el mercado. Por ejemplo, pensemos en alguien que tiene que vender sus valores de prisa y en éste momento no existen compradores interesados inmediatos por la falta de bursatilidad en esos instrumentos, sucede que solo realizará la operación deseada en el supuesto de que el precio de la acción o del valor se reduzca, además de que los aspectos económicos, financieros y humanos garanticen una buena posición para la empresa de que se trate.

De acuerdo a lo anterior, que otro indicador que se debe tomar en cuenta en el análisis de una acción es la bursatilidad, en vista del impacto que tiene éste en la oferta y la demanda de los títulos, así como del múltiplo de las empresas emisoras.

e) Rendimiento.

Es definido como la ganancia o utilidad que produce una inversión o negocio. Usualmente es expresado en términos de porcentajes anuales sobre la inversión realizada (129).

(129) CORTINA, Ortega Gonzálo. Prontuario Bursátil y Financiero. Ed. Trillas. México, 1992. Pág. 132.

Se considera, al respecto, que existen dos tipos de rendimientos:

a) El rendimiento esperado de un instrumento

Es aquel instrumento que puede ser obtenido de una manera analítica, estadística o de una forma subjetiva al analizar las variables controlables o incontrolables que afectan el comportamiento del instrumento, y representa el rendimiento que se cree que el activo financiero analizado va a otorgar.

b) El rendimiento requerido de un instrumento.

A comparación de lo anterior, éste es un rendimiento mínimo que debe ofrecer un activo financiero para poder invertir en él.

Se deduce que el rendimiento esperado por la inversión en un activo financiero puede ser mayor, menor ó igual al rendimiento requerido. Tenemos que si el rendimiento esperado es mayor al rendimiento requerido, el inversionista invertirá en éste instrumento por razones que son obvias, pero en cambio si el rendimiento esperado es igual o menor tomando en cuenta su varianza como medida de riesgo, el inversionista podría invertir en ese activo financiero.

7) El riesgo.

Dentro del campo del análisis bursátil no existe un método garantizado para asegurar el éxito total de una inversión, sin embargo, se puede afirmar que el único elemento invariable en relación a la inversión y que pudiera servir para éstos efectos es el riesgo, el cual en términos estadísticos es un factor mas o menos fijo, en tanto que las utilidades y los rendimientos son variables, por lo que es evidente que se debe tener especial cuidado en la apreciación y utilización correcta de los riesgos.

El riesgo, considerado como la falta de predictibilidad acerca de la estructura, resultados o consecuencias en la toma de una decisión o en la planeación de una situación, también se define como la posibilidad de pérdida, fracaso o destrucción posible de las ganancias esperadas.

El riesgo es cuantificado en una variable estadística llamada BETA, la que debe de ser entendida como la medida de la exposición de una acción o portafolio de inversión, ante la del mercado, también como la volatilidad de un portafolio en relación con la volatilidad total del mercado como un todo (130).

En el ámbito bursátil es una medida de la variación de los rendimientos esperados de un activo financiero y a la cual se le puede asociar una distribución de probabilidades conocidas, técnicamente pueden ser una distribución normal, poisson, uniforme, T-Student, etc.,

La forma como se mide es mediante la varianza poblacional del instrumento, aunque a veces se puede hacer uso de la varianza muestral, en vista que es ésta el mejor estimador de la poblacional.

La teoría convencional identifica en materia de inversiones financieras dos tipos de riesgos a considerar ya sea en instrumentos de inversión aislados o en portafolios:

a) El riesgo sistemático.

Es aquel riesgo en el que se incurre en el simple hecho de participar en el mercado, ésto independientemente del número de activos financieros en los cuales se haya invertido, un riesgo que se encuentra dado y no puede ser susceptible de ser minimizado.

b) El riesgo no sistemático.

Este asocia y pondera los riesgos de los instrumentos que componen una cartera y cuyo resultado es susceptible de ser minimizado por medio de la diversificación. Si se aumenta el número de activos financieros que constituyan una cartera, el riesgo que se tiene que fracasen uno o varios de ellos se puede ver minimizado. Se logra en razón que en el riesgo ponderado de un portafolios ese o esos instrumentos poseen un impacto relativamente pequeño (131).

Para determinar técnicamente el riesgo de un activo financiero, se debe determinar el parámetro Beta y para ello es utilizada la siguiente fórmula :

$$\text{Beta } i = \frac{\text{Cov.}(R_{\text{prom } i}, R_{\text{merc}})}{\text{Var.}(\text{merc})}$$

Donde:

Beta i = Factor de sensibilidad que evalúa el nivel de riesgo del i-ésimo instrumento comparado con el mercado.

Cov.(R_{prom i}, R_{merc}) = Covarianza existente entre el rendimiento promedio del i-ésimo instrumento con respecto al rendimiento promedio del mercado.

Var(mer) = Representa la varianza del mercado en su conjunto.

Es conveniente mencionar que la Cov(R_{prom i}, R_{merc}) es lo mismo que la siguiente expresión:

$$R_{ij} \cdot S_{di} \cdot S_{dj}$$

Donde:

R_{ij} = Grado de correlación entre el i-ésimo instrumento y el j-ésimo instrumento.

S_{di} = Desviación standard del i-ésimo activo financiero.

S_{dj} = Desviación standard del j-ésimo activo financiero.

(131) Ver cuadro consideración de los distintos tipos de riesgos. Pág. 154.

Como sabemos el grado de correlación (132) entre dos instrumentos, nos indica la dependencia lineal existente entre ellos, la cual variará en el intervalo $[-1, 1]$ y cuyos casos extremos son:

$R_{ij} = 0$ Esto indica que no existe una dependencia lineal entre las variables, es decir, no hay un patrón de comportamiento representativo entre ambas. Es el caso de una cuenta de ahorros la cual no tiene riesgo alguno.

$R_{ij} = 1$ Indica que existe una correlación perfecta positiva, donde habrá un aumento o disminución directamente proporcional en los cambios de una variable respecto a la otra, en otras palabras, si el i -ésimo instrumento aumenta, el j -ésimo va a seguir la misma tendencia en la magnitud que determinen los parámetros o estimadores (133), es una acción o instrumento de mucha volatilidad y que responde con exageración a los movimientos del mercado.

$R_{ij} = -1$ Denota una correlación perfecta negativa, donde habrá un aumento o disminución inversamente proporcional en los cambios de una variable respecto a la otra. Es decir, si el i -ésimo instrumento aumenta, el j -ésimo instrumento va a seguir una tendencia en sentido contrario de el i -ésimo instrumento en la magnitud determinada por los parámetros o estimadores (134).

Son acciones o instrumentos sumamente conservadoras y por tanto poco volátiles puesto que se responde con timidez a los movimientos del mercado.

(132) GUJARATI, Damodar. *Econometría Básica*. Ed. Mac Grall Hill. México, 1981. Pág. 36.

(133) No existe posibilidad para la disminución del riesgo no sistemático a través de la diversificación de los instrumentos a adquirir.

(134) Mantienen una pendiente negativa por lo que si existiría posibilidad de disminuir el riesgo no sistemático a través de una diversificación de los instrumentos adquiridos.

Recuérdese el capítulo anterior, Cuanto más alta sea la Beta (Riesgo), mejores serán sus rendimientos por el hecho de incluir mayores riesgos.

5.3. Análisis técnico

Es entendido como el estudio de la oferta y demanda de una acción o de cualquier otro valor, ya que éstas son las fuerzas que se determinan en el mercado (135).

Este análisis consiste en el uso de información histórica para valorar un instrumento financiero, es un estudio del desenvolvimiento de las cotizaciones en el mercado, significa que algunos inversionistas están plenamente convencidos que el futuro es perfectamente reproducible en el pasado, bajo el supuesto que la historia tiende a repetirse en el mercado, por lo que se tiende a buscar ciclos o tendencias en el nivel de precios, rendimientos de las acciones o volúmenes operados, y no le importa el entorno que rodea a la empresa, (el objetivo es evaluar y determinar el curso probable que tomarán los precios tanto de acciones individuales como del mercado accionario en general).

Con lo anterior se quiere decir, que éste de análisis es realizado por personas que creen que el mercado tiende a actuar según patrones dados y establecidos.

Se basa en dos premisas fundamentales :

1) Los precios de los valores y por tanto de las acciones generalmente tienden a comportarse por ciclos, por lo que si analizamos la tendencia de los precios de cualquier mercado accionario durante un lapso menor a dos o tres años, se podrán observar períodos perfectamente definidos en duración y densidad, en ellos los precios de las acciones en general o en particular se encuentran por etapas en tendencias de ascenso o descenso.

Es claro que dentro de una tendencia en particular, se presentan movimientos de corrección, éstos son ciclos más pequeños localizados dentro de ciclos más largos.

2) Los humanos en general, tienden a comportarse de la misma forma a través del tiempo (consistencia). Esto incluye optimismo en períodos de alza y pesimismo en períodos de baja. Por lo que el objetivo principal de todo análisis técnico es identificar aquellas etapas en las que se producirán los cambios en el mercado y sacar un provechoso beneficio de ello.

(135) MARMOLEJO, G. Martín. Inversiones: Práctica, metodología, estrategia y filosofía. 6a Edición. Ed. IMEF. México, 1989. Pág. 271.

Para éste estudio es útil apoyarse en el análisis de gráficas de precios y volúmenes operados en bolsa, por lo que es preciso involucrar los conceptos de: niveles de apoyo, niveles de resistencia, tendencias a la alza y tendencias a la baja.

El nivel de apoyo, representa aquel punto más bajo alcanzado por el precio durante las acciones en cualquier ciclo a la alza.

Por otra parte el nivel de resistencia, representa el punto más alto alcanzado por los precios de las acciones durante cualquier ciclo a la alza.

Técnicamente una tendencia a la alza se define, como aquella que al observar una gráfica de precios a lo largo del período de que se trate, en la medida que avanza el tiempo se rompen los niveles de resistencia anteriores formándose unos niveles nuevos pero ahora superiores. Lo mismo sucede con los niveles de apoyo, cada vez que los precios se contraen, el nuevo nivel mínimo obtenido en el descenso es superior al alcanzado en el período anterior.

En su contrapartida, una tendencia a la baja, técnicamente se define, como aquella que al observar una gráfica de precios a lo largo del período del que se trate, en la medida que pase el tiempo, las resistencia que se van formando son inferiores a las anteriores. Lo mismo ocurre con los niveles de apoyo, cada vez que los precios se contraen, el nuevo nivel mínimo logrado en el descenso es inferior al que se presentó en el apoyo anterior.

Apartir del análisis tanto de estadísticas como de gráficas de precios y volúmenes de las acciones en el pasado, el inversionista puede lograr inferir las probabilidades más altas de movimiento en el precio de las acciones a distintos plazos a futuro. De ésta forma se pueden tomar decisiones de compra-venta más acertadas en un determinado período de tiempo.

Existen numerosas herramientas utilizadas por el análisis técnico para el seguimiento de los mercados. Se le da mayor importancia a la tasa de cambio de los precios comparados, consistentemente con un período fijo previo, como podrían ser cuatro semanas atrás, de la misma forma, el volumen representa una variable muy importante de análisis ya que las combinaciones posibles de precios en diferentes proporciones, usualmente sugieren, confirman o invalidan, alguna tendencia en particular.

Los detalles para la construcción de gráficas en el análisis técnico varían, pero la idea esencial es plasmar los precios y volúmenes de las acciones a través del tiempo, constituyendo una tendencia, el objetivo es, dar al inversionista un marco de decisión basado en el comportamiento de las acciones en base al pasado y suponiendo que éste comportamiento se repetirá en un futuro próximo.

Los fundamentos técnicos del análisis, pueden ser clasificados en cuatro principios:

- a) El valor de mercado del instrumento es determinado solamente por la interpelación de la oferta y la demanda en el mercado de valores.
- b) La oferta y la demanda son gobernadas por una variedad de factores racionales e irracionales; incluidos en éstos factores están aquellos sobre los cuales descansan los principios del análisis fundamental, así como opiniones, actitudes y suposiciones.

De acuerdo a la ley de la oferta y la demanda el mercado pondera todos éstos factores de manera continua y automática.

- c) Sin tomar en cuenta las pequeñas fluctuaciones en el mercado, los precios de las acciones se mueven en tendencias que persiste por períodos considerables de tiempo.
- d) Los cambios en las tendencias son motivadas por movimientos en las relaciones de oferta y demanda, tales fluctuaciones sin importar el porque sean causadas serán detectadas tarde o temprano en la operación del mercado.

Considerando los cuatro puntos anteriores, podemos definir al análisis técnico como: "El estudio de las fuerzas de oferta y demanda que se presentan en el mercado accionario y las repercusiones que tienen estas fuerzas en el precio de los valores".

Existen otras formas de definir al análisis técnico: Es la ciencia de registrar en forma gráfica, la historia de las operaciones, cambio de precios y volúmenes de acciones negociadas de una cierta acción o del índice y entonces deducir de esa historia gráfica, la tendencia futura probable.

La explicación de las anteriores definiciones es:

- El análisis técnico fija toda su atención en el mercado sin importarle el comportamiento de las ventas y las utilidades de las empresas, ya que la información se refleja en los propios movimientos del precio de la acción.
- Se cree que no hay una valuación real para ninguna acción y que el precio se refleja únicamente por la oferta y la demanda.
- En el análisis técnico se cree que el mercado siempre repite sus tendencias, en todos los mercados y en todas las acciones. Existen por tanto ciclos y tendencias.

Las desventajas en que se puede incurrir en este tipo de análisis son:

- Todos los datos que utiliza son pasados, por lo tanto no toma en cuenta los eventos inesperados como podrían ser los desastres naturales y las crisis económicas.
- Los indicadores técnicos son mecánicos, por lo tanto, están sujetos a errores y malas interpretaciones.

En resumen, podemos considerar al análisis técnico como una herramienta que deber ser utilizada como apoyo para el análisis fundamental. En vista que más que ser un análisis individual en el que se pueda confiar, es una herramienta que puede ayudar a confirmar las expectativas que se tengan del instrumento o de la acción que se este analizando.

Tomando en cuenta que el estudio de la aplicación de las herramientas del análisis técnico es muy amplio, solamente se comentarán de grossa manera, las características de aquellas más utilizadas, las cuales son:

- a) Los promedios móviles.
- b) Los métodos gráficos.
 - * Gráficas de líneas.
 - * Gráficas de Barras.

- a) Los promedios móviles.

El objetivo de su utilización es eliminar las pequeñas fluctuaciones ocurridas en las tendencias provenientes de ajustes del mercado ante cambios temporales de oferta y demanda, logrando con la utilización de tales promedios, la determinación clara de las tendencia, en otras palabras, se conoce como el suavisamiento de las curvas de precios y volúmenes operados para la definición de ciclos e inferir las tendencias futuras de alguna acción a corto, mediano y largo plazo.

- b) Métodos gráficos.

- Gráficas de líneas: Consisten en unir con una línea los puntos tabulados y graficados, sean éstos por el precio último del período de las acciones o bien por el volumen operado, se grafica en el eje de las ordenadas el valor correspondiente al precio o al volumen y en el de las abscisas la frecuencia, ya sea diaria o semanal según sea el caso y la fuente de la información.

- Gráficas de barras : Al construir y analizar una gráfica de barras se mantiene como objetivo, el evaluar la presión de la demanda frente a la presión de la oferta, a diferentes niveles de precios y en base a ésto tratar de predecir la dirección en que el precio de una acción se pueda mover, determinando al mismo tiempo el alcance de dicho movimiento.

Lo anterior se logra por medio de reconocimiento de ciertos patrones gráficos, que por su formación nos señalarán las fuerzas de oferta y demanda, a ese nivel y como consecuencia los momentos oportunos para operar.

La ventaja de la gráfica de barra es que permite observar de manera rápida el rango dentro del cual se movió el precio en un período de tiempo determinado, la cotización de cierre y el volúmen negociado, para ese mismo período. Es sin duda el tipo de gráfica más conocido en el mercado bursátil y se elabora construyendo pequeñas barras verticales que unen los niveles máximos y mínimos alcanzados en el período y cruzando ésta barra con una pequeña línea horizontal que señala el precio al que cerró la acción.

Para la realización de éste análisis, la actividad del mercado es registrada en una gráfica en la que se anotan todos los movimientos diarios ocurridos en el mercado. La intención de éstas gráficas es el reconocimientos de patrones que habiendo ocurrido en el pasado proporcionan significativas inferencias sobre el futuro y al calcular buenos juicios del mercado, en estimaciones en las fuerzas de la oferta y demanda de acciones individuales, se pretende determinar así los momentos en que es conveniente realizar operaciones de compra o venta.

Al consultar periódicos o revistas especializadas en las actividades bursátiles (El Financiero, El Economista, Ejecutivos en finanzas, etc.), se presentan cotidianamente una sección llamada análisis técnico, que generalmente contiene la información citada hasta éste momento, pero además, se da una serie de datos que refieren el movimiento bursátil diario del mercado en general, por sectores económicos o por emisoras en particular.

Los rubros a considerar son por ejemplo (136):

Movimiento Bursátil

(a) Mds/Mia 12 Meses	(b) Emisoras y serie	(c) Copón	(d) FCOP Miles	(e) Volúmen Mdl.	(f) Impulso	(g) Mds/Mia día	(h) Último hecho	(i) Var %	(j) Post V/C
SECTOR TRANSPORTES									
4830/180	Aeromex A	0	0	0	0	0/0	2.78	0	0/0
3020/630	Aeromex CPO	0	31	3385	8092.2	2440/2340	2.43	.1	2440/0
3520/800	TMM A	3	12	186	5616.2	3050/3000	30.20	.2	0/0
3730/200	TMM L	3	14	18	603	3350/3350	33.5	.5	0/33300

Análisis Bursátil

(1a) URL Rep.	(1b) Capit. Cost.	(1c) No. Acc.	(1d) Utl.Nom Rep.	(1e) U.P.A. Rep.	(1f) 12 M	(1g) Valor Libros	(1h) Multiples P/U	(1i) Multiples P/U 12M	(1j) VM/VL
04/92	4553058	210946	1629136	.7723	.7723	2.1584	3.60	3.60	1.29
04/92	4553058	210946	1629136	.7723	.7723	2.1584	3.60	3.60	1.29
04/92	989721	58963	1333447	2.341	2.341	17.024	12.90	13.90	1.77
04/92	989721	58963	1333447	2.341	2.341	17.024	12.90	13.90	1.77

(136) Las emisoras son clasificadas por sectores, pero para una mejor organización, las emisoras y sectores con los que se cuenta actualmente. Son referidos en el capítulo 4.

Diario El Financiero. 12 Marzo 1991. Sección Mercado Bursátil.

Año XI 2912

- a) Refiere los precios más altos y más bajos (máximo y mínimo) al que se cotizo la emisión durante los últimos 12 meses.
- b) La clave de cotización de la empresa emisora. Por ejemplo TMM A, corresponde a la empresa Transportes Marítimos Mexicanos S.A. de C.V. a la serie A.
- c) Número del cupón vigente. Al período actual se ha pagado el cupón del 3er trimestre del año por TMM y Aeromex no lo ha hecho hasta la fecha, por causas no necesariamente desfavorables.
- d) Número de operaciones realizadas con la emisión en el día. Aeromexico serie A no realizo operaciones en el día, por lo que permanece sin cambio. Lo que repercute en la bursatilidad de la emisora.
- e) Volúmen operado únicamente con títulos, en miles de títulos.
- f) Importe operado en valor monetario, en millones de pesos M.N.
- g) Precio máximo y mínimo ofrecidos por la emisión en el día de cotización. Por Aeromexico CPO se compraron títulos por \$ 2,440.00 como precio máximo y \$2,340.00 como precio mínimo.
- h) En el día anterior la emisión Aeromexico CPO, cerro a un precio de \$ 2,430.00 y es con lo que abre para el día de hoy.
- i) La variación del precio anterior al los dos últimos precios de cotización ha variado .1% ello es 10 centavos de peso.
- j) Al iniciarse operaciones en el piso de remates los vendedores abrieron con una postura a la venta de \$ 2,440.00 por títulos de Aeromex COP y los compradores no ofrecieron al momento.
- k) La empresa emisora Aeromexico reporto información financiera actualizada al mes de abril de 1991.
- l) Representa el capital mayoritario o común, podríamos notar variaciones en caso de que existieran, las cifras están expresadas en millones de pesos.
- ll) Se cita el número de acciones en circulación, las cifras son en millones de pesos.
- m) La utilidad neta al último período financiero reportado por la empresa, cifras en millones de pesos.
- n) La utilidad por acción reportada al último período financiero.
- ñ) La utilidad por acción que la emisora ha logrado, para los inversionistas, en promedio de los últimos 12 meses.
- o) Valor en libros por acción, (ver múltiplo en análisis financiero al igual que el resto de los múltiplos).
- p) Múltiplo: Precios/Utilidad, actualizado al último reporte financiero.
- q) Múltiplo Precio/Utilidad a los 12 meses.
- r) Múltiplo Valor de Mercado/Valor en libros.

5.4. CASO PRÁCTICO DE ANÁLISIS FUNDAMENTAL .

" Cementos Mexicanos S.A. "

Hasta éstos momentos se ha limitado, a enumerar la serie de elementos a considerar para el estudio y análisis que avala la decisión de invertir en papel accionario, de una empresa emisora en particular, y como se dijo con anterioridad tales elementos son los que inciden o pueden incidir en el comportamiento de los precios de las acciones, ya sea en el presente o en el futuro, de aquí la importancia de su análisis.

A continuación se desarrollará un caso práctico de análisis fundamental de una empresa emisora, con lo cual se pretende que el lector de ésta investigación se relacione aún más con el instrumental del análisis para la toma de decisiones en capital de riesgo (acciones).

La empresa seleccionada para el análisis, es Cementos Mexicanos (CEMEX), Acción serie A° al período diciembre 1991, los criterios para ello son: que es una de las empresas más bursátiles del mercado y por tanto representativa del mercado accionario mexicano, es uno de los principales grupos industriales de México y Norte América, líder en su ramo y con grandes perspectivas de crecimiento y rentabilidad. Un caso excelente para mostrar didácticamente el instrumental deseado.

La estrategia de exposición para algunos rublos que precisan de ser comparados, será tomar los indicadores de Cemex y contrastarlos con los indicadores de otras emisoras, también líderes en otras ramas, como Vitro (industrial) y Cifra (comercial). El objetivo es mantener un punto de referencia para determinar la viabilidad de Cemex como opción de inversión ante otras emisoras existentes en el mercado.

a) Descripción general.

Empresa: Cementos Mexicanos Sociedad Anónima de Capital Variable.

Clave y fecha de cotización en BMV: CEMEX 5 enero de 1976.

Domicilio social y dirección de oficinas principales: Ciudad de Monterrey Nuevo León, México. Oficinas principales se localizan en Av. Constitución No. 444 Poniente, Monterrey Nuevo León.

Constitución: Cemex S.A. fue constituida el 28 de mayo de 1920 bajo la denominación de Cementos Portland Monterrey S.A. y en enero 20 de 1931 la empresa cambia su denominación social por Cementos Mexicanos S.A. y por último el 26 de julio de 1988 la sociedad cambia su denominación social por CEMEX S.A.

Actividad económica: Fabricación, distribución y venta de toda clase de cementos y concretos premezclados, para el mercado nacional e internacional. Es una sociedad controladora de compañías cuyas actividades se orientan a la industria de la construcción, a través de la producción y comercialización de cemento y concreto. Así mismo posee subsidiarias que participan en la industria turística por medio de la construcción de hoteles de categoría de gran turismo, en los principales centros de desarrollo del país.

Sector: Industria de la construcción.

Ramo: Industria cementera.

Ejercicio social: del 1 enero al 31 diciembre de 1991.

b) Empresas subsidiarias, afiliadas y plantas.

Subcontroladoras:

Cementos Monterrey S.A. de C.V.
Grupo empresarial Maya S.A. de C.V.
Toimex S.A. de C.V.
Sunbelt Enterprises Inc.
Turismo Cemex S.A. de C.V.
Cegusa S.A.
Empresas Tolteca de México S.A. de C.V.

Fabricas de cemento:

Cementos Mexicanos S.A.
Cementos Guadalajara S.A. de C.V.
Cementos Anáhuac S.A. de C.V.
Cementos Maya S.A.
Cementos Anáhuac del Atlántico S.A. de C.V.
Cementos del Yaqui S.A. de C.V.
Cementos Tolteca S.A. de C.V.
Cementos Atoyac S.A. de C.V.
Cementos Sinaloa S.A. de C.V.
Cementos Portland Nacional S.A. de C.V.
Gulf Coast Portland Cement Co.

Empresas de distribución:

Proveedora Mexicana de Materiales S.A. de C.V.
Distribuidora Mexicana de Materiales S.A. de C.V.
Sunbelt Trading Inc.
Cemex Internacional S.A. de C.V.
Sunbelt Cement Inc.
Pacific Coast Cement Inc.

Dosificadoras de Concreto:

Concretos Monterrey S.A.
Concretos Cemex S.A.
Concreto y Derivados S.A. de C.V.
Concretos y Precolados S.A. de C.V.
Concretos del Bajío S.A.
Concreto, Cascajo y Arena S.A.
Concreto Premezclado Nacional S.A. de C.V.
Concreto de Alta Calidad y Agregados S.A. de C.V.
Concretos Procesados S.A.
Concretos Tamaulipas S.A.
Concretos y Agregados de California S.A. de C.V.
Preconcreto S.A.
Concretos de Alta Resistencia S.A. de C.V.
Concretos Guadalajara S.A. de C.V.
Houston Shell and Concrete Co.
BCW inc.

Industrias auxiliares:

Productora de Bolsas de Papel S.A.
Fabricación de Maquinaria Pesada S.A. de C.V.
Transportes del Mar de Cortés S.A. de C.V.
Houston Concrete Product Inc.
Subulk Shipping Inc.

Turismo:

Empresas Turísticas Cemex-Marriot S.A. de C.V.
Inmobiliaria Cemex-Cancún S.A. de C.V.
Inmobiliaria Cemex-Vallarta S.A. de C.V.

c) Operaciones. (Resultados de la sociedad).

Las Ventas y los resultados obtenidos por Grupo Cemex en los últimos años son resumidos en el siguiente cuadro:

Año	Ventas Netas	Utilidad Neta
1984	55,892	9,005
1985	102,603	19,249
1986	183,784	47,234
1987	743,977	225,997
1988	1'396,539	362,179
1989	3'698,366	543,795
1990	3'848,813	523,181
1991	4'572,177	621,510

Fuente : Bolsa Mexicana de Valores.
Cifras consolidadas en millones de pesos

Para el período de 1990 a 1991 la industria mexicana del cemento, produjo 23.8 millones de toneladas de cemento gris, 2% más que en 1990, de ésta cifra 21.2 millones de toneladas (89%) se consumieron en el mercado nacional y 2.5 millones de toneladas (11%) fueron exportadas.

El consumo nacional aparente (C.N.A.) de cemento se incremento en 9.8% en 1991 mientras que las exportaciones disminuyeron en 39%.

La demanda para el cemento blanco fue de 430 mil toneladas. De este total 350 mil se distribuyeron en el mercado nacional y 80 se exportaron.

México ocupa el 1er lugar como productor y el 13vo. como consumidor de cemento a nivel mundial. Históricamente el consumo de éste producto en México ha estado siempre fuertemente ligado al comportamiento del PIB, los cambios positivos o negativos de éste mantienen un efecto inmediato e incluso amplificado, en dicho consumo.

Entre 1970 y 1980 el consumo de cemento en México se expandió a un ritmo promedio de 9% al año. Con la crisis económica de 1982 y la recesión de 1986, estas cifras de crecimiento disminuyeron de manera considerable.

Como resultado del surgimiento de una economía más estable, el consumo de los dos últimos años creció en promedio 8.2%. Con un PIB que se espera aumente entre 4 y 5.5% durante los cuatro años, por lo que la demanda de cemento bien podría incrementarse a un ritmo de entre 8 y 10% anual.

El comportamiento de la industria del cemento en México está influido lógicamente por la actividad constructora del país, ya que existe una alta correlación entre las ventas de cemento y la inversión en construcción. Esta última creció 8.6% en México entre 1990 y 1991 y se proyecta un crecimiento de hasta 9.5% anual en el período que termina en 1994.

El consumo nacional de cemento producido por Cemex y sus subsidiarias se incremento en 9.4% en 1991, mientras que las exportaciones disminuyeron en 33%. Tal disminución se debió a dos causas básicas: una de ellas fue la reducción en la actividad constructora en los Estados Unidos, el principal cliente, movida por la recesión económica en ese país, lo que ocasionó que el consumo de cemento se redujera 6% en los estados fronterizos que Cemex abastece, la segunda causa fue el fallo de la ITC de los Estados Unidos en favor de los peticionarios estadounidenses en la demanda por presunto dumpig en contra de las exportaciones de cemento mexicano.

Por último se plantea continuar con la estrategia globalizadora con un impulso mayor a la diversificación de exportaciones hacia otros mercados, entre éstos se encuentran la región del caribe y la denominada cuenca del pacífico.

d) Mercado:

Los productos elaborados por Cemex son demandados específicamente por la industria de la construcción ya sea ésta pública o privada, nacional o del exterior.

Gupo Cemex es propietario de sociedades que complementan su integración vertical y horizontal, como lo son las plantas concreteras en la que se vende el cemento dosificado para diferentes usos: comercializadoras de materiales para la construcción, aproximadamente 1,400 camiones revolventes, así como, instalaciones portuarias para embarque de cemento por vía marítima y compañías navieras para el transporte del cemento.

Cemex cuenta en México con 17 plantas para la producción de cemento y satisfacer la demanda que su mercado nacional e internacional le exija, cuenta además con una amplia red de distribuidores que tienen acceso a 29 terminales de abastecimiento, éstas estaciones se encuentran estratégicamente localizadas a lo largo y ancho del país y que proporciono a la empresa una posición competitiva y participación de mercado de 63.90 % en 1991.

Se opera con una importante red de concreto premezclado, de 111 dosificadoras en México y 52 en Los Estados Unidos ubicadas en Arizona, Texas, California y Nuevo México.

En México se ha comercializado 3.4 millones de metros cúbicos de concreto premezclado durante 1991, ésta cifra es 23% superior a la alcanzada en 1989 y representa el 72% del mercado de concreto nacional.

En Estados Unidos la BCW inc. y Hutson Shell and Concrete Co. se encarga de la producción para esa área. En 1991 comercializaron 2.4 millones de yardas cúbicas de concreto premezclado (7% menos que en 1990) y 3.4 millones de toneladas cortas de agregados (5% menos que el año anterior). Las reducciones se debieron principalmente a la recesión del mercado estadounidense iniciada a mediados del año anterior.

El mercado nacional cementero se encuentra dividido por participación en materia de ventas de los siguientes competidores:

Productor	Participación
Cemex	63 %
Apasco	7 %
Cruz Azul	4 %
Chihuahua	3 %
Otros	3 %

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores S.A.

De ésta manera, se explica con cifras el liderazgo de cemex como principal productor en el mercado nacional , así como, de su competitividad internacional.

e) Principales Productos:

El Principal producto elaborado por Cemex. S.A. es el cemento gris, de las cuales sus principales marcas son:

- Cemento Portland Monterrey.
- Cemento Guadalajara.
- Cemento Atlante.
- Cemento León.
- Cemento Anáhuac.
- Cemento Mérida.
- Cemento Campana.
- Cemento Centenario.
- Cemento Victoria.

f) Procesos productivos: se divide en cuatro etapas básicas:

- i) Explotación de materias primas.
- ii) Carga dosificada de materias primas y su molienda.
- iii) Precalentamiento y horno de calcinación, el producto de esta etapa se le llama clinker.
- iv) Molienda del clinker más yeso nos da como resultado final el cemento llamado gris.

g) Materias Primas.

Son la piedra caliza, arena y arcilla, entre los más importantes, para lo cual se cuenta yacimientos de origen nacional, explotadas por empresas del mismo grupo cementero. Se puede afirmar que la materia prima es 100% nacional y existen yacimientos garantizados para varias décadas por lo que no se depende del exterior para éste efecto.

h) Tecnología: La tecnología utilizada en todas las plantas son 100% desarrollada y producida en México.

i) Recursos Humanos.

Cemex S.A. posee un total de 14, 415 empleados integrados de la siguiente manera 5,059 empleados y 9,367 obreros.

Los obreros están afiliados al Sindicato Nacional de Trabajadores del Cemento, Cal, Asbesto, Yeso, Embaces y Productos Similares y Conexos de la República Mexicana, perteneciente a la Federación Nacional de Sindicatos Independientes (FNSI).

La mano de obra utilizada en Gupo Cemex es en su mayoría nacional y mantiene un promedio de estudios de educación técnica calificada y de estudios realizados dentro del país, para lo que se otorgan cursos continuos a los trabajadores en general.

Los salarios pagados en su promedio son superiores a los salarios mínimos regionales, así mismo, gozan de algunos beneficios adicionales como lo son instalaciones deportivas, recreativas y culturales, por lo que existe una estabilidad laboral y no se han enfrentado conflictos laborales hasta la fecha.

J) Consejo de administración y principales funcionarios.

Actualmente el Consejo de Administración de Cemex S.A. fue designado por asamblea General Ordinaria de Accionistas de fecha 25 abril de 1991, con una duración de dos años y el cual se enuncia a continuación:

Cargo.	Nombre.
Presidente:	Arq. Marcelo Zambrano H.
Secretario:	Arq. Lorenzo H Zambrano
Propietarios:	Don Roberto Zambrano L.
	Ing. Rodolfo F. Barrera V.
	Don Juan F. Muñóz
	Don Eduardo Brittingham
	Don Lorenzo Milmo Zambrano
	Ing. Armando J Garcia S.
	Ing. Rodolfo Garcia Muriel
	Ing. Rogelio Zambrano L.
	Ing. Roberto Zambrano V.
	Don Bernardo Quintana I.
Vocales Suplentes:	Ing. Jorge García Segovia
	Don Tomás Brittingham L.
	Don Tomás Milmo
Comisario Propietario:	Lic. Luis Santos de la Garza
Comisario Suplente:	Lic. Fernando Ruiz Arredondo

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores.

Los principales funcionarios de Cemex S.A. a la fecha son:

Puesto	Nombre	Antigüedad en la empresa
Director general	Ing. Lorenzo H. Zambrano	23 Años
Director corporativo Financiero y Planeación.	C.P. Gustavo A Caballero	3 Años
Director corporativo México.	Lic. Ernesto Rubio	6 Años
Director corporativo mercadotecnia.	Lic. Luis Martínez	1 Año
Director regional Norte-occidente.	Ing. Laurence Anaya	5 Años
Director regional Noreste.	Ing. José Hector Tamez	29 Años
Director regional Centro-sur.	Ing. Hector Valenzuela	1 Año
Director concretos.	Ing. Alejandro Pérez	5 Años
Director internacional.	Ing. José Domene Z.	5 Años
Director de empresas filiales y servicios corporativos.	Ing. Armando J. Garcia S.	6 Años
Director financiero.	C.P. Victor Naranjo Baudala	3 Años

Fuente : Bolsa Mexicana de Valores S.A.

k) Capital social.

El capital social de Cemex S.A. actualmente asciende a \$ 33,000'000,000.00 (treinta y tres mil millones de pesos M.N.) representados por 330'000,000 de Acciones Ordinarias nominativas sin expresión de valor nominal: la serie "A" está integrada por 201'300,000 acciones y la serie "B" está integrada por 128'700,000 acciones.

Las últimas modificaciones al capital social han sido:

Año	Capital Soc. Inicial	Movimiento Millones de \$.	Capital Soc. Final	Concepto del Movimiento.
1986	5'000	5'000	10'000	Actualización del Cap.Soc.y Util.Ret.
1987	10'000	20'000	30'000	" "
1988	30'000	3'000	33'000	" "
1989	33'000	-----	33'000	" "
1990	33'000	-----	33'000	" "
1991	33'000	-----	-----	-----

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores S.A.
Cifras en millones de pesos.

l) Programas de expansión cubiertos y futuros.

Cemex invirtió 1.2 billones de pesos en activos fijo durante 1990 como parte de la fase final de su actual programas de expansión iniciado en 1986 y fue concluido en 1991 con un nivel moderado de inversión, dado que la corporación cuenta con la capacidad productiva necesaria para mantener su actual participación de mercado durante los próximos años.

En 1987 Cemex adquirió Grupo Anáhuac a través de su filial Grupo empresarial Maya con un costo aproximado de dicha operación de \$ 150 millones de dólares.

En el año de 1989 adquirió empresas Tolteca de México con lo que se convirtió en el primer productor de cemento de Latinoamérica y el cuarto a nivel mundial.

Las inversiones realizadas durante 1990 y 1991 fueron de naturaleza estratégica y tenían como objeto aumentar la capacidad de producción, incrementar la eficiencia y mejorar la capacidad de distribución en los mercados ya atendidos, otro objetivo igualmente importante era el mantener un estricto cumplimiento de los reglamentos de control ambiental.

Se concluyó también la construcción de los hoteles de Cancún y Puerto Vallarta iniciada antes del programa de expansión corporativa, los hoteles iniciaron su operación en 1990.

Dentro del programa de inversiones realizadas durante 1991, sobresalen la terminación y puesta en marcha de la planta Cementos del Yaqui S.A. de C.V. en Hermosillo Sonora con una capacidad productiva de 1.4 millones de toneladas anuales de cemento.

Se concluyó también la primera fase de la ampliación de la planta de Mérida de Cementos Maya S.A. En ésta fase se instaló un nuevo horno con capacidad de producción de 850 mil toneladas anuales de cemento.

En las plantas de Monterrey, Torreón y Ciudad Valles de Cementos Mexicanos S.A. y en la Barrientos de Cementos Anáhuac S.A. se realizaron inversiones con el fin de modernizar equipos en operación, esto permitió aumentar la capacidad de producción, ahorrar energía e instalar nuevos equipos anticontaminantes.

Para mejorar la capacidad de distribución se concluyó la construcción de la fase II de la terminal marítima Guaymas Sonora, con capacidad de almacenamiento de 30 mil toneladas.

Por otra parte se adquirió la empresa Pacific Coast Cement Corp. que cuenta con una importante terminal marítima en los Ángeles California la cual se convirtió en pieza fundamental en la estrategia corporativa de distribución de cemento en el mercado de oeste de los Estados Unidos.

En el sector concreto premezclado se realizaron inversiones con el fin de aumentar capacidad de producción y reponer equipo.

Por último, Cemex realizará inversiones por un monto superior a los mil millones de dólares durante los próximos cuatro años, lo que permitirá un incremento en su capacidad instalada de producción en un 35%, consolidando una situación ideal para apoyar el desarrollo de la infraestructura de nuestro país y dando paso al proceso de globalización del grupo cementero.

II) Estados financieros.

Antes de iniciar el comentario de la situación financiera de Grupo Cemex es conveniente aclarar que los estados financieros en los que se basan éste análisis, se encuentran expresados según el boletín B-7 y B-10, que refiere el conocimiento del proceso inflacionario (efecto conocido como reexpresión de estados financieros), en la información financiera y que la Comisión Nacional de Valores exige a las empresas inscritas en bolsa apliquen en forma obligatoria a la información que declaren trimestralmente a la comunidad bursátil.

Los estados financieros presentados por Cemex para los periodos de 1988 a 1991 son resumidos en el cuadro No. 7 y las razones financieras deducidos de ellos se resumen en el cuadro No. 8. A continuación se realiza un breve análisis de la situación financiera en la que se encuentra la empresa.

Como puede observarse en la gráfica No. 15, la acción de Cemex se encuentra subvaluada, el precio de mercado es superior al precio a valor en libros - su precio comercial es mayor a su precio contable - en los periodos 1984-90, y de 1990 a 91 la tendencia se revertió, sobre valuándose mínimamente (efecto de los problemas que se mantienen para colocar los productos en el mercado norteamericano), por lo que considerando las buenas condiciones de expansión productiva y de mercado de corto plazo, se espera que la acción suba de precio, (buen momento para comprar).

Considerando a Cemex como una inversión a largo plazo las utilidades netas y rendimientos pagados a manera de dividendos, de acuerdo a la proporción utilidades contra ventas, éstas últimas muestran su eficiencia generadora de utilidades netas, las que se han incrementado. En 1990 por cada peso vendido, 11.31 centavos representaban la utilidad neta de la empresa y para 1991 se obtuvieron 25.91 centavos de utilidad, representando un incremento del 29%, apartir de la disminución de los gastos de operación y pagos financieros, se retoma la

Cuadro 7.

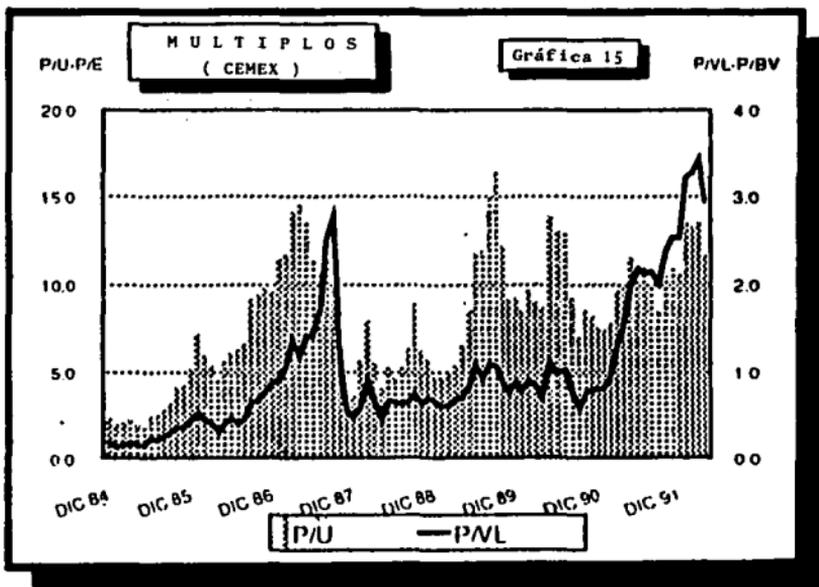
EJERCICIO									
DATOS DE BALANCE									
	89-90	%	90-91	%	91-92	%	92-93	%	93-94
Activo Total	3.801.189	100,00%	12.013.341	100,00%	12.043.380	100,00%	11.874.861	100,00%	894.399%
Activo Circulante	888.281	23,74%	2.088.280	17,39%	1.898.177	15,19%	2.040.115	17,19%	130,31%
Activo a Largo P.	418.211	10,76%	468.889	3,74%	438.080	3,59%	348.711	2,94%	-18,00%
Inventarios Fijos, Equipo (Neto)	2.848.043	75,51%	8.322.708	69,38%	8.287.265	68,57%	8.086.943	67,86%	216,55%
Activo diferido	N.D.	0,00%	1.188.463	9,82%	4.389.228	37,81%	1.419.382	11,89%	22,73%
Otros Activos	10.814	0,28%	N.D.	0,00%	N.D.	0,00%	N.D.	0,00%	N.D.
Pasivo Total	810.388	20,77%	8.538.808	70,99%	8.487.067	70,39%	8.957.409	75,72%	511,73%
Pasivo Circulante	448.847	11,80%	2.134.845	17,77%	1.712.368	14,22%	838.830	7,08%	108,81%
Pasivo a Largo P.	361.070	9,00%	3.387.763	28,39%	3.852.635	30,33%	3.910.510	32,83%	1013,89%
Otros Pasivos	880	0,02%	N.D.	0,00%	38.221	0,32%	33.308	0,28%	2808,87%
Otros Pasivos	8.779	0,23%	N.D.	0,00%	82.815	0,69%	98.867	0,73%	788,30%
Capital Contable y Minoritario	3.080.803	78,22%	8.460.732	70,39%	8.388.783	69,44%	8.917.842	75,22%	123,81%
Capital Contable (A+B)	2.876.381	75,66%	8.298.823	69,02%	8.298.508	68,89%	8.888.018	74,89%	111,41%
Capital Contribuido (A)	2.087.180	54,91%	712.818	5,92%	712.883	5,92%	712.883	6,00%	-65,51%
Capital Ganado (B)	808.231	21,26%	4.515.708	37,89%	4.183.623	34,74%	4.945.133	41,64%	711,70%
Ventas Netas	1.398.539	30,80%	4.383.858	36,57%	4.572.177	37,99%	4.394.138	44,33%	278,94%
Costo de Ventas	975.780	25,01%	3.435.807	28,60%	3.290.348	26,99%	3.284.387	37,89%	238,90%
Utilidad de Operación	138.188	3,57%	535.977	4,49%	653.977	5,19%	883.052	7,75%	380,71%
Utilidad de operación	391.803	7,22%	421.874	3,51%	687.264	5,79%	1.298.747	10,92%	380,49%
Utilidad antes de impuestos	448.047	11,52%	888.981	7,39%	830.981	6,81%	1.534.888	12,92%	344,43%
Utilidad Neta	380.404	9,75%	538.714	4,47%	517.030	4,29%	1.383.988	11,66%	288,50%
Recursos Generados Utilizados por la Operación	N.D.	0,00%	848.882	7,07%	1.085.551	8,99%	1.408.487	11,83%	69,32%
Recursos Gen. por Financiamiento	N.D.	0,00%	3.848.217	32,03%	(187.087)	-1,56%	(508.623)	-4,29%	-114,49%
Total de Fuentes de Efectivo	870.511	17,19%	4.828.529	39,57%	823.385	6,84%	983.572	8,77%	48,18%
Recursos Generados (Utilizados) en Activo de Inversión	(801.838)	-18,71%	(4.683.119)	-38,92%	(1.073.880)	-8,93%	(878.008)	-7,40%	34,85%
Incremento (Disminución) Neto en Efectivo e Inversiones Temporales	18.673	0,49%	(34.987)	-0,29%	(252.425)	-2,10%	114.983	0,98%	813,52%
Inventario	293.708	6,80%	744.389	6,10%	812.808	6,60%	861.389	6,99%	188,70%
Pasivo Moneda Est. a Largo P.	228.978	5,99%	1.410.453	11,74%	799.949	6,59%	833.887	6,99%	130,44%
Pasivo Moneda Est. a Largo P.	77.271	1,99%	1.788.978	14,87%	2.588.782	21,50%	2.832.862	23,89%	3688,73%
Comunicaciones en proceso	N.D.	0,00%	1.104.832	9,19%	1.198.818	9,87%	188.138	1,59%	-82,89%
Costos de trabajo	477.374	12,54%	(88.864)	-0,41%	115.781	0,99%	110.388	0,93%	-78,90%
Ventas Nacionalmente	N.D.	0,00%	3.937.781	32,78%	4.294.887	35,29%	4.094.389	42,86%	281,13%
Ventas Extranjeras	N.D.	0,00%	488.887	3,79%	317.810	2,64%	178.874	1,51%	-60,39%
Inventarios	(18.808)	-0,51%	(740.830)	-6,17%	(1.288.041)	-10,70%	(887.082)	-7,47%	4388,39%
Costo Integral de Financiamiento	(4.488)	-0,11%	482.381	4,02%	488.778	3,79%	388.889	3,10%	-8047,81%
Pérdidas en cambios	(12.318)	-0,32%	141.878	1,19%	284.870	2,36%	134.787	1,14%	-1184,32%
Número de Acciones (000)	280.000	6,49%	280.000	2,79%	280.000	2,74%	280.000	2,79%	0,00%
Utilidad Per Acci6n	1.183	0,03%	1.889	0,01%	1.887	0,01%	4.139	0,03%	288,69%
Valor Contable por Acci6n	8.110	0,21%	18.844	0,16%	14.888	0,12%	17.148	0,14%	111,48%

Figuras en millones de dólares E.U.

N.D. No se dispone de informaci6n para ese periodo

Cuadro 8.

RAZONES DE RENTABILIDAD	88-88	89-89	90-90	91-91
Utilidad Neta / Ventas Netas = %	27,24	12,22	11,31	25,91
Utilidad Neta / Activo Contable = %	14,21	10,26	10,56	24,11
Utilidad Neta / Activo Total = %	9,75	4,47	4,29	11,49
Precio Mercado * Acción/UNE * Acción = %	4,64	5,54	6,48	6,53
Precio / Utilidad = %	6,11	10,11	6,33	11,80
Precio / Valor en Libros = %	0,73	0,96	0,89	2,80
RAZONES DE ACTIVIDAD				
Ventas Netas / Activo Total = (Veces)	36,80	36,57	37,96	44,33
Ventas Netas / Activo Fijo Neto = (Veces)	N.D.	0,44	0,35	0,54
RAZONES DE APALANCAMIENTO				
Pasivo Total / Activo Total = %	20,77	46,05	48,56	41,75
Pasivo Total / Capital Contable = %	30,28	106,61	112,06	87,82
Pasivo a Largo Plazo / Capital Contable = %	13,12	64,96	74,60	69,11
Utilidad de Operación/Gastos Financ. = (Veces)	14,18	0,57	0,54	1,46
Ventas Netas / Pasivo Total = (Veces)	1,72	0,79	0,63	1,06
RAZONES DE LIQUIDEZ				
(Act.Circ. - Invent.)/Pas.Circ. = (Veces)	1,14	0,38	0,33	0,41
Activo Circulante/Pasivo Total = (Veces)	1,50	0,63	0,71	1,46
Capital Trabajo/Pasivo Circ. = (Veces)	1,06	0,02	0,07	0,12
Elaboración propia con datos de la Bolsa Mexicana de Valores S.A.				
N.D. No se dispone información para este período.				



Fuente: Síntesis Bursátil. Depto. Análisis Editada por
 Grupo financiero, Banamex-Accival. México, Mayo
 1992. Pág. 18

eficiencia productiva y financiera de la empresa, gracias a la inversión realizada para la consolidación de Cemex como líder no solo de Norteamérica sino ahora mundialmente, lo cual empieza a tener resultados, indiscutiblemente la acción tenderá a subir " buen momento para comprar barato y después vender por arriba del precio de compra".

Cemex muestra un incremento acelerado en sus razones de actividad, las cuales variaron entre un 35 a 37% (participación del activo total en las ventas y de un 40% a 35% contra el activo fijo neto), resultado de la estrategia de consolidación como principal productor mundial de cemento que requirió de la modernización de sus procesos productivos, nuevas adquisiciones tanto en el interior como al exterior del país, y el fortalecimiento de sus ventas en sus mercados, tanto nacionales como extranjeros.

El crecimiento de grupo Cemex ha sido acompañado por una estrategia de financiamiento sumamente inteligente, obteniendo recursos financieros tanto del mercado nacional como de colocación de títulos en el extranjero. Por ejemplo para el período de 1988 por cada peso invertido en activos de la empresa 20.77 centavos son prestados, en el momento de la realización de inversiones para los proyectos de expansión y modernización antes mencionados, se llegó a un nivel máximo de endeudamiento (en 1989 se dobla la deuda de la empresa), de cada peso invertido en activos, 46.05 centavos eran de capital ajeno, y a partir de entonces el endeudamiento a tendido a disminuir, de 1990-91 de 45.56 a 41.71, gracias a la eficiencia en la utilización de esas inversiones.

En el período no se rebasa límites peligrosos de endeudamiento, los que serían un 48% para el tipo de industrias que requiere de inversión a largo plazo, como lo es ésta. Sin embargo en términos de rentabilidad y eficiencia tales inversiones han hecho que la empresa se fortalezca tanto productiva, financiera como comercialmente.

Se mencionó anteriormente que las razones de liquidez, refieren la solvencia de la empresa, por ejemplo, si se le demandará el pago inmediato de sus deudas, la empresa podría pagar según la prueba del ácido, que es la más corrosiva de las razones de liquidez, para 1989 (que es el período de mayor dificultad en el lapso de tiempo analizado) solo 63 centavos por cada peso de deuda, situación que mejoró en 1990 a 71 centavos (situación de peligro si la deuda no se encuentra debidamente negociada y amparada por una planeación de ingresos y egresos suficientemente efectiva) y que para 1991 regresa a los márgenes de seguridad de 1.48 (al pagar su deuda le excederían 48 centavos, como margen de seguridad). El criterio para la determinación de situaciones de seguridad es determinar una situación media del mercado que para el caso de la industria cementera es de 1.2%.

En el período 1989-90 Cemex presenta problemas en su solvencia financiera, por ejemplo, en la razón corriente, para 1989 por cada peso de deuda se contaba para cubrirlo con 63 centavos, y en 1990 se contaba con 61 centavos, son niveles poco deseables de solvencia ya que no podría pagar de manera inmediata el total de sus deudas si la situación se presentara.

La situación se ve mejorada en 1991 contando con 1.41 pesos para cubrir cada peso prestado, lo que es un porcentaje casi bueno, a raíz que lo ideal para una empresa de este tipo debería radicar entre 1.5 a 2. veces, por lo que evidentemente aún se presentan riesgos de insolvencia, si se diera el caso que se estuviera por arriba de las 2 veces, la empresa tendría activos ociosos y se estarían perdiendo utilidades potenciales.

Los límites de seguridad tanto en utilidades, apalancamiento y solvencia, varían de acuerdo a la estructura y funcionamiento de cada empresa, sin embargo, todas las empresas deben mantener un equilibrio entre la cobertura de sus pasivos a corto y largo plazo con sus activos ociosos.

La prueba del ácido, que es aún más corrosiva que la anterior (razón corriente), mide la relación entre el activo circulante menos los inventarios y el pasivo de corto plazo, considerando los inventarios como activos circulantes como de mayor dificultad de realización. Un rango aceptable para éste caso es de dos veces, Cemex presenta sus rangos mínimos en los periodos 1989-90, lo que es 0.38 y 0.33 veces correspondientemente, mejorándose en 1991 con .41 veces, para éste último año por cada peso de pasivo circulante se cuenta con 41 en caja y bancos para su liquidación.

Por tanto, aún se presentan niveles peligrosos de insolvencia, pero se debe considerar que la actividad de la empresa respalda una mejor rentabilidad a largo plazo, aunque en el corto plazo mantenga problemas de insolvencia (en parte ésto es lo que presiona a la acción Cemex A* a estar subvaluada a corto plazo).

De acuerdo a lo anterior grupo Cemex, se presenta como una emisora de grandes dimensiones, y actualmente con una situación financiera buena, aunque no tan aceptable en cuestión de solvencia, pero se espera se mejore en mediano plazo.

l) Aspectos bursátiles.

a) Política de dividendos:

los derechos decretados por Cemex hasta el período analizado 1991 fueron:

Período	Cupón	Tipo de Derecho	Proporción Importe	Fecha de pago
1985	108	Efectivo	\$125.00	060586
1985	109	Capitalización	In c/110 X 1A	060586
1985	cp/100	Canje	Nvos. Tit./110XTit Ant.	131086
1986	110	Capitalización	2N C/12*1A	120587
1986	111	Efectivo	\$150 p/c/u d/1 100 Mill.	120587
1986	112	Canje	Nvos.tit EM 14.09.87 SerA*Tit A	140987
1987	112	Efectivo	\$130.00	110588
1987	113	Capitalización	In cp*10 Anter.	110588
1987	114	Canje	Nvos. Tit* Tit. Anter.	210988
1988	114	Efectivo	\$96.00	020589
1988	115	Efectivo	\$24.00	020589
1989	116	Efectivo	\$120.00	020590
1989	N.D.	Canje	Nvos TitC/117 Ser.A6 B*Tit.Anter.	130890
1990	117	Efectivo	\$155.00	020591

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores
N.D. No se dispone de información.

En los últimos cuatro años Cemex ha seguido la política de decretar dividendos tanto en efectivo como en acciones, además que en los tres últimos años, en base a colocación de nueva deuda en el mercado permitió que se le allegaran recursos frescos al grupo para sustentar la política de su consolidación en el mercado internacional, con lo que se demuestra el interés y la confianza de los socios de la empresa en la política seguida.

b) Bursatilidad.

El comportamiento de la emisión CEMEX A* ha sido la siguiente:

Período	Volumen Operado (Acciones)	% del Total de Acciones	Precio al Cierre
1986	71' 354,159	21.622	\$43,600.00
1987	165' 189,383	50.057	\$10,150.00
1988	109' 429,784	33.160	\$ 9,000.00
1989	79' 860,098	24.200	\$ 5,350.00
1990	103' 054,356	31.228	\$ 2,675.00
1991	118' 606,324	35.941	\$ 4,500.00

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores S.A.

Como se puede observar en los volúmenes operados de la acción Cemex A*, la hacen una de las acciones de mayor Bursatilidad cotizadas en el mercado, situación que permite a los poseedores de dicho papel puedan vender o comprar con gran margen de seguridad en su realización. Es considerado un papel bursátil de alta calidad o AAA. Otras de las acciones consideradas como de alta bursatilidad actualmente en el mercado, se encuentran las de grupo Cifra, Vitro, Banacci, Telmex, entre otras.

c) Riesgo (Beta).

El factor riesgo como se dijo anteriormente, es cuantificado mediante el factor beta, el cual es un indicador que muestra el grado de sensibilidad o grado de respuesta, que mantiene el comportamiento de una acción, ante las constantes variaciones del mercado en general medidas en el Índice de Precios y Cotizaciones de la BMV.

Para determinar la viabilidad de Cemex como opción de inversión es preciso se cotejen los indicadores bursátiles de ésta emisora con los mismos de otras. Se seleccionaron Cifra y Vitro en vista que son empresas de diferentes sectores económico (comercial e industrial respectivamente), y por tanto responden a diferentes comportamientos en el mercado.

Los datos que se obtuvieron fueron los siguientes:

Emisoras	1 Riesgo (Beta)	2 Rendimiento	3 U.P.A.
Cemex	12.3993	181% \$1' 535,673	\$4,230.5
Cifra	5.13009	32 % \$730,071	\$ 228.1
Vitro	0.356151	38 % \$531,170	\$1,937.2

Fuentes:

- 1.-Elaboración propia con datos de la Bolsa Mexicana de Valores (Información estadística movimientos diarios de abril a junio de 1991). Ver Anexo estadístico.
- 2.- Síntesis bursátil
Publicación elaborada por el departamento de análisis
Grupo financiero Banamex Accival México 1992. Págs. 18,23,43.
Utilidad a 12 meses anteriores.
Variaciones en %, diciembre 1990 = 100.
- 3.- Utilidad por acción ofrecida en los 12 meses anteriores.

El cuadro anterior se puede interpretar en relación al riesgo, de la siguiente manera. Si el índice de precios y cotizaciones, aumenta digamos en un punto porcentual la acción Cemex A* estadísticamente tenderá a subir 12.4 puntos porcentuales, y en caso de decremento en el índice accionario en la misma proporción la acción responderá en igual medida de manera inversa. El mismo principio se aplica al resto de las emisoras.

Obsérvese que las betas de las tres emisoras son casi similares, y mantienen cierto nivel de estabilidad en el mercado (independientemente que respondan a diferentes sectores económicos). Esto es por la razón que sus precios de mercado son similares a su valor en libros (Sus niveles de sobre valuación ó subvaluación en el mercado son relativamente pequeños (136), lo que les permite mantener una cierta estabilidad en materia de riesgo).

Cemex presenta el mayor nivel de riesgo y naturalmente el mayor nivel de rendimiento, y aunque la variación al riesgo de invertir en Cifra (una diferencia mínima de 7.809%) es relativamente pequeña, los rendimientos que ofrece si son significativos (una diferencia de 149%). Respecto a Vitro, se presenta un riesgo sumamente menor a las otras dos emisoras, pero aún en términos no solo relativos si no reales, los niveles de rentabilidad son superiores a los de Cifra, pero no competitivos a los de Cemex.

Respecto a lo anterior se puede concluir, que respecto a tal situación es posible el tomar tres posiciones lógicas (coherentes a la teoría del capítulo anterior):

- a) Una posición agresiva; invirtiendo en Cemex asumiendo altos niveles relativos de riesgo, obteniendo utilidades más que proporcionales de los que obtendríamos si se invirtiera en las otras alternativas.
- b) Una posición tradicionalista; invirtiendo en Vitro, no incurriendo en riesgos mayores que los mínimos, y conformándose con rendimientos medios y aceptables.
- c) Una posición diversificadora; invertir en diferentes proporciones el capital, con el objetivo de minimizar el riesgo y elevar relativa y significativamente los rendimientos, con los tres o más instrumentos del mercado.

Las tres posiciones son aceptables, y todas ellas igualmente respetables, de acuerdo al criterio y expectativas de todo inversionista, que a fin y al cabo la decisión última es de él. El consejo profesional se inclinaría por la tercera.

(136) Véase múltiplos en análisis financiero.

m) Factores ocurridos durante 1991.

Durante 1991, se continuo, con el proceso de reestructuración de la deuda del grupo cementero, a través de la colocación de los instrumentos financieros en los mercados nacionales e internacionales, siendo los principales:

- El 21 de mayo se emitieron documentos garantizados por 425 millones de dólares con vencimiento el 21 de mayo de 1996.

- Adicionalmente, en mayo y julio se efectuaron ventas de paquetes accionarios, obteniéndose 190 millones de dólares por ellos.

- Durante el segundo semestre se estableció un programa de financiamiento, de largo plazo, por un monto de hasta 250 millones de dólares, con vencimiento a cinco años. Así mismo se colocaron a través de la Bolsa Mexicana de Valores \$ 800,000 millones de pesos en pagarés de mediano plazo.

En Septiembre de 1989 algunos productores de cemento de Estados Unidos solicitaron al Departamento de Comercio (United States Departmen of Commerce), y la Comisión Nacional de Comercio Internacional (Trade Commission). La imposición de impuestos compensatorios sobre todas las importaciones de cemento gris y clinker provenientes de México.

En julio de 1990 el departamento de comercio emitió su fallo, determinando que dicho impuesto procedía. En agosto de 1990 la comisión internacional de comercio hizo la determinación del daño a la industria americana del cemento, como resultado de esa decisión, el servicio de aduanas de los Estados Unidos, ha estado cobrando en forma estimada depósitos en efectivo sobre todas las importaciones de cemento gris y clinker provenientes de México.

Cemex ha solicitado una revisión administrativa al Departamento de Comercio, la cual, podría, si es exitosa, permitirá una reducción en los depósitos de efectivo y un reembolso de algunos o todos los depósitos pagados previamente con intereses.

Cemex también ha apelado este fallo ante la Comisión Internacional de Comercio de los Estados Unidos, el cual podría resultar favorable, en la cancelación de los impuestos compensatorios y en el reembolso de los impuestos pagados con sus correspondientes intereses, el gobierno mexicano está estableciendo una demanda contra los Estados Unidos ante el Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio (GATT) por las supuestas violaciones de los Estados Unidos a las obligaciones del GATT, si la demanda es exitosa podría resultar en la terminación de dichos impuestos y el reembolso de los depósitos pagados con sus intereses.

Este análisis fundamental da una idea muy clara de la fuerza y grandeza de la emisora Cemex, se observa como los factores positivos en el desarrollo de la empresa son mayores a los negativos, la mayoría de ellos en materia de mercado con los Estados Unidos, característicos de una empresa que empieza a mantener un lugar de liderazgo en un mercado tan competido y protegido como es el norteamericano, lo cual en lo personal en un futuro cercano ser un hecho, apesar de las presiones de los cementeros y autoridades norteamericanas. Sin embargo, éstos últimos son consecuencia de factores económicos externos a la empresa incontrolables por parte de la misma empresa, los factores positivos sin embargo reflejan una buena administración, organización, y producción interna de la empresa, así como, una gran penetración e importancia para la economía nacional y el área de Norteamérica.

En la determinación de su política interna, participación en el mercado cementero y bursátil así como su administración, Cemex garantiza mantener una muy buena y estable situación económica- financiera confiable para el inversionista. Es por tanto, una emisora de gran confiabilidad y rendimiento ideal para adquirir, retener o fácil de colocar en el mercado, (una inversión de las mejores del mercado accionario).

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES.

1) Si bien es cierto, que el Mercado de Valores en los últimos años, se ha convertido en una importante alternativa de financiamiento para la empresa, y de inversión para el público ahorrador, su modernización y las condiciones actuales de la economía mexicana, no le ha permitido obtener la madurez y la eficiencia deseada. Los pasos dados hasta ahora en materia de modernización y desarrollo del Mercado de Valores y en especial del accionario, son de gran importancia, en vista que en los últimos años ha logrado convertirse en el mejor mercado emergente del mundo, captando los mayores montos de inversión extranjera y repatriación de capitales, más las condiciones económicas mundiales y su falta de estabilidad le hacen susceptible aún de un alto nivel de volatilidad.

2) Es preciso desarrollar aún mucho más la cultura y educación empresarial en la población, garantizando la eficiencia de cualquier sentimiento emprendedor en la creación de nuevas y más empresas modernas y competitivas, permitiendo un mayor y mejor conocimiento sobre la utilidad de la especialización financiera, para que todo empresario acceda eficientemente al financiamiento que sus necesidades singulares le requieran.

3) Es necesario conocer las características de cada fuente de financiamiento, ya que de ellas se desprenden ventajas y desventajas en su uso, como pueden ser, el delimitar o restringir la libre administración de la empresa por las estipulaciones en la emisión de obligaciones, la pérdida de control en la administración de la empresa por el voto de nuevos accionistas o el aumentar en alto grado el riesgo financiero de la empresa.

4) La empresa deberá utilizar recursos propios y ajenos, combinándolos de tal manera que le permitan elevar al máximo el valor contable de ésta, el cual le permita un buen rendimiento sobre la inversión propia y al mismo tiempo un grado de utilidad suficiente para cubrir los compromisos de pago de cualquier imprevisto), para los inversionistas ordinarios y por tanto hacer uso pleno de la capacidad crediticia y liberar recursos financieros, procurando optimizar su uso.

5) Se puede afirmar, que existe una estructura de capital óptima, en la que el uso adecuado del apalancamiento financiero logra incrementar las ganancias por acción.

6) Los diferentes enfoques acerca de la estructura de capital expuestos sirven de base para el estudio de ésta, sin embargo distan mucho de ser aplicados estrictamente en la realidad, debido a las suposiciones que para su demostración se hacen.

7) En el uso del apalancamiento financiero se pueden obtener resultados positivos o negativos, por lo que se debe evaluar eficientemente si la estrategia de financiamiento propuesta resultara beneficioso o no para la empresa.

8) Una vez determinado el nivel de apalancamiento, el mercado accionario representa una importante alternativa para obtener recursos que complementen las necesidades de capital y financiamiento de la empresa. A través de éste mercado las empresas pueden colocar y vender sus acciones con un mayor facilidad entre un mayor número de inversionistas, colectivizando su propiedad a determinados niveles.

9) Es necesario conocer las características de cada instrumento de inversión ya que de ellas se desprenden ventajas y desventajas en su uso, de acuerdo a las necesidades específicas de cada inversionista manteniendo como principios: el obtener los máximos rendimientos del mercado, adecuada liquidez rendimientos superiores a la inflación (tasas de interés reales), los menores costos sobre la inversión, así como, el de lograr el mínimo riesgo.

10) El mercado accionario representa actualmente una alternativa de inversión que ofrece la posibilidad de obtener mayores rendimientos dentro del resto de las opciones de inversión bursátiles.

11) La impredecibilidad es la principal característica del mercado accionario, y es aquí donde se involucra el factor riesgo, pero al mismo tiempo representa la posibilidad de obtener mayores rendimientos. Antes de decidirse a invertir en papel accionario, es preciso el conocer el conocer éste mercado analizarlo, comprenderlo y de ésta manera poder sacar provecho de él. Es únicamente através del conocimiento y análisis profundo tanto por parte del empresario como por parte del público inversionista, que el mercado accionario podrá madurar y brindar los beneficios que éste otorga a nuestra economía.

12) El análisis bursátil, refiere los métodos que debe seguir el inversionista en acciones para la selección de acciones individuales, se divide en técnico y fundamental; el primero estudia el mercado desde una perspectiva estadística y basa sus predicciones en el comportamiento del precio y volumen operado por una acción de una serie histórica, manteniendo el principio que los precios de las acciones se mueven en ciclos. El segundo pronostica el precio de una acción en particular, en base a factores externos al mercado como son: estados financieros de la empresa emisora, el entorno económico nacional e internacional, factores políticos, psicológicos, sociológicos y en general todo aquellos rubros que puedan afectar el precio de la acción analizada.

13) El rendimiento esperado de una acción es un promedio ponderado de los rendimientos esperados de dicha acción durante un período determinado, el riesgo de una acción es la varianza de los rendimientos, es decir, la variabilidad entre los rendimientos observados y el rendimiento esperado.

14) Es importante el considerar en cualquier decisión de inversión, la relación existente entre el rendimiento de una acción y el rendimiento del índice del mercado. El parámetro beta mide el cambio esperado en el rendimiento de una acción por un cambio de 1% en el rendimiento del índice del mercado en general.

15) La elaboración de un caso práctico de análisis fundamental permitió comprobar la eficiencia de la acción Cemex como opción eficiente de inversión. Financieramente, los estados financieros de Cemex fueron favorables, mostrando que es una emisora de gran magnitud y con sana situación financiera, la acción se encontró hasta diciembre de 1991 subvaluada, ello es, que su valor de mercado es menor a su valor en libros, esto indica que la acción mantiene posibilidades al alza a corto y mediano plazo. Tanto las razones financiera como las ventas y utilidades netas son favorables, por lo que Cemex en términos generales muestra una buena situación financiera y una gran capacidad de organización producción y mercadeo. Las perspectivas de desarrollo y obtención de utilidades son favorables, lo que respalda la iniciativa de invertir en esta acción. Si bien, el riesgo en el que se incurre al invertir en esta acción es alto, los rendimientos otorgados también lo son y lo compensan, además que se encuentra respaldada por una empresa sólida y con grandes perspectivas y líder en su ramo, los riesgos en los que se incurren refieren factores externos al mercado accionario, tales como una caída en la demanda por productos debido a una crisis económica generalizada.

ANEXO ESTADISTICO

PERIODO	PRECIOS CONSTANTES	TASA DE CRECIMIENTO %
1980	4470,1	0
1981	4882,2	8,8
1982	4831,7	-0,6
1983	4828,9	-4,2
1984	4798,1	3,6
1985	4820,4	2,6
1986	4735,7	-3,8
1987	4817,7	1,7
1988	4884,2	1,4
1989	5037,8	3,1
1990	5238,3	3,9
1991	5419,6	3,5

FUENTE: SISTEMA DE CUENTAS NACIONALES (INCL. IPP)
 BASE 1980 = 100
 CIFRAS EN M.M.S.

PERIODO	INDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR %	INFLACION ANUAL %
1980	165,6	29,8
1981	213,1	29,7
1982	423,8	98,9
1983	766,1	80,8
1984	1219,4	59,2
1985	1996,7	63,7
1986	4108,2	105,7
1987	10647,2	158,2
1988	166147,3	51,7
1989	19327,9	19,7
1990	25112,7	29,9
1991	29832,5	18,8

FUENTE: BANCO DE MEXICO
 BASE: DICIEMBRE 1979 = 100

PERÍODO	NOMINAL	VARIACIÓN	DEFLACTADO	VARIACIÓN
1980	1,43	6,30%	115,41	-18,90%
1981	0,95	-33,80%	59,35	-48,60%
1982	0,68	-28,60%	21,3	-84,10%
1983	2,45	262,25%	42,71	100,60%
1984	4,04	64,47%	44,19	3,50%
1985	11,2	177,30%	74,83	69,30%
1986	47,1	320,07%	152,99	104,50%
1987	105,67	122,24%	132,44	-13,34%
1988	211,53	100,20%	174,81	32,00%
1989	418,93	98,00%	289,23	65,50%
1990	628,79	50,10%	334,12	15,50%
1991	1431,46	127,70%	640,29	91,60%

FUENTE: ELABORADO CON DATOS DE LA B. M. V.

BASE : DICIEMBRE DE 1978 = 100

PERÍODO	VOLUMEN	Variación %
1984	2.510,8	0
1985	15.131,9	602,67
1986	32.210,5	212,86
1987	19.066,8	59,26
1988	43.425,9	227,49
1989	90.368,2	208,10
1990	154.239,7	170,68
1991	71.833,9	46,57

FUENTE : BOLSA MEXICANA DE VALORES
SALDOS EN MILLONES DE ACCIONES ACUMULADO
AL FINAL DE PERÍODO.

PERÍODO	VOLUMEN	Variación %
1984	126	0
1985	157,2	124,76
1986	534,8	340,20
1987	1218,4	227,82
1988	2017,4	165,58
1989	336,5	16,68
1990	1294,3	384,64
1991	1059	81,82

FUENTE : BOLSA MEXICANA DE VALORES
SALDOS EN MILLONES DE TÍTULOS ACUMULADOS
AL FINAL DE PERÍODO.

Fecha No.	Día de la Semana	Ct.	L.P.	Y.C.	Prestos				Prestos				Prestos			
					CRP*	Impay*	Velos*	WV*	CRP*	Impay*	Velos*	WV*	CRP*	Impay*	Velos*	WV*
1	Abr	1	1768,28	47,37	8137	128	8,34	2100	248	18,70	4252	267				
2	2	1741,87	47,37	8617	203	8,32	531	84	18,28	2730	141					
3	3	1744,37	47,37	8800	208	8,30	2788	438	18,41	1488	78					
4	4	1765,81	48,27	17282	357	8,40	88	18	18,88	1704	87					
5	5	1788,74	48,88	7081	188	8,88	1087	288	18,88	2870	144					
6	12	1781,28	48,83	3112	84	8,00	12	2	20,08	3888	188					
7	13	1777,4	48,41	18808	278	8,00	12	2	18,88	4772	240					
8	14	1778,83	47,72	18747	330	8,00	1	2	18,82	2837	138					
9	15	1770,18	47,28	11888	253	8,00	2	2	18,71	3430	174					
10	16	1781,4	47,23	3780	80	8,00	2	2	18,88	783	40					
11	19	1742,88	47,04	3182	87	8,70	134	20	18,45	8054	414					
12	20	1738,47	48,48	11205	241	8,28	13844	2174	18,08	8700	388					
13	21	1732,15	47,19	8882	124	8,28	3888	820	18,23	7088	388					
14	22	1744,88	47,74	8832	185	8,40	288	40	18,25	11882	888					
15	23	1707,18	47,25	12800	273	8,38	127	20	18,43	1881	101					
16	26	1881,04	48,25	8888	218	8,00	5	1	18,23	1888	108					
17	27	1888,88	48,80	8180	174	8,30	63	10	18,23	4454	247					
18	28	1838,88	48,85	12781	273	8,00	430	70	17,83	4832	273					
19	29	1854,98	48,33	4803	148	8,00	430	70	17,87	4832	278					
20	30	1888,41	47,81	5884	117	8,85	1473	282	18,22	4483	248					
1	Mayo	3	1834,33	48,80	8180	132	8,80	22	4	18,34	1871	102				
2	4	1842,47	47,04	8882	121	8,30	340	54	18,42	88220	3787					
3	6	1888,88	47,32	10888	223	8,30	340	54	17,48	88820	3178					
4	7	1884,81	47,22	8842	147	8,30	83	10	18,15	8373	278					
5	10	1882,25	48,88	3282	112	8,27	138	22	18,28	5320	281					
6	11	1838,43	48,81	2533	54	8,27	138	22	18,10	3284	182					
7	12	1801,83	48,80	7388	182	8,27	138	22	17,88	8888	488					
8	13	1807,87	44,21	18137	385	8,27	138	22	17,84	1534	88					
9	14	1808,42	48,10	8404	142	8,27	138	22	18,12	8805	488					
10	17	1832,83	48,20	8584	148	7,00	7	1	18,18	8128	387					
11	18	1831,78	48,22	3437	78	7,00	7	1	1,82	1812	1048					
12	19	1837,28	48,14	17155	380	8,07	334	85	18,25	8808	488					
13	20	1838,45	48,33	8848	284	8,00	1803	320	18,24	4808	247					
14	21	1827,48	48,83	8188	178	8,00	1800	320	18,19	7312	402					
15	24	1828,22	48,44	4880	103	8,00	88	88	18,20	2712	148					
16	25	1830,83	48,44	5180	114	8,00	24	4	18,12	2883	188					
17	26	1818,01	48,03	42188	837	8,08	121	20	18,03	8884	308					
18	27	1808,27	44,37	8802	124	8,08	121	20	17,88	888	38					
19	28	1813,88	44,77	10119	228	8,00	12	2	17,78	1888	80					
20	31	1812,88	44,88	870	22	9,00	8	1	17,72	2884	182					
1	Junio	1	1803,18	44,88	3881	84	8,00	8	1	17,77	4888	278				
2	2	1888,84	44,48	3857	80	8,88	888	112	17,70	8388	388					
3	3	1877,77	48,31	88888	1281	8,10	183	30	17,84	8870	382					
4	4	1875,14	48,82	44837	888	8,10	183	30	17,88	8141	122					
5	7	1884,84	48,80	8148	201	8,70	40	7	17,80	4847	277					
6	8	1880,84	48,48	38318	678	8,80	177	30	17,88	8848	388					
7	9	1880,88	48,38	38308	778	8,78	7732	1388	17,74	14880	811					
8	10	1870,18	44,88	2411	78	8,81	244	42	17,84	2421	138					
9	11	1888,78	44,20	38818	888	8,81	244	42	17,88	8188	887					
10	14	1887,48	44,07	8231	88	8,00	8	1	17,80	2077	118					
11	15	1888,88	44,48	14234	280	8,00	8	1	17,87	3887	188					
12	18	1888,48	48,41	14888	388	8,70	1861	274	17,34	1088	81					
13	17	1832,14	48,08	8888	188	8,88	1888	282	17,41	8888	488					
14	18	1847,28	47,18	18814	288	8,87	1714	287	17,88	8887	488					
15	21	1888,17	47,88	24738	817	8,80	22	4	17,87	3848	148					
16	22	1848,14	47,88	8878	178	8,88	381	44	17,47	4888	388					
17	23	1888,84	47,88	18888	382	8,81	130	38	17,48	8473	371					
18	24	1888,43	47,88	8118	107	8,88	471	80	17,48	8888	400					
19	28	4881,08	47,81	7387	182	8,87	384	88	17,48	8818	384					
20	29	1878,08	48,88	11488	238	8,00	488	71	17,84	8888	388					

* Datos elaborados según datos de la Junta Nacional de Valores.

** Datos en miles de dólares.

*** Datos en miles de pesos N.L.

PERIODO TOTAL %	SECAO DE CANTAS	SECAO DE BARRIO	ADQUISICIONES	CESES	PAPEL COMERCIAL	PETROLIOS	FRIGIFEROS	CEPLAZAS	SEÑALES	ALUMBRADOS	PAPEL COMERCIAL ESTAMPADO	CELSULOS	ACCIONES	
1984	100,00	0,00	66,17	1,00	66,41	1,00	1,04	-----	-----	-----	-----	-----	0,00	2,01
1985	100,00	0,00	61,81	12,00	77,20	1,04	3,46	-----	-----	-----	-----	1,10	0,00	4,00
1986	100,00	0,00	61,00	20,00	84,20	3,00	3,21	0,04	-----	-----	-----	2,30	0,71	4,00
1987	100,00	0,00	60,71	0,00	70,21	3,00	1,41	0,04	0,07	0,00	-----	1,40	0,20	7,20
1988	100,00	2,04	67,10	0,00	69,00	2,40	0,70	1,00	0,01	1,10	-----	2,00	0,71	1,00
1989	100,00	3,70	65,72	1,40	64,00	3,81	0,00	0,00	0,47	0,01	-----	1,07	0,00	3,04
1990	100,00	3,00	66,07	0,00	66,01	3,00	0,11	0,00	0,00	2,40	0,07	N.D.	0,00	2,04
1991	100,00	2,70	67,04	0,00	68,00	1,00	0,00	0,00	0,00	2,00	0,00	N.D.	0,00	2,00

FUENTE: ESTADÍSTICAS PROPRIAS DEL BANCO DE LA R. D. S. R.
 CORREO DE FONDECOS.
 N.O. DE REGISTRO DE FONDECOS.

PERIODO TOTAL	MONDO DE CAPITAL	MONDO DE DEPÓSITO	ADQUISICIÓN DE COPIAS	CETES	PAPEL COMERCIAL	PETROBRAS PABAP	CEPLATAS	BONOS	ARRETIROS	PAPEL COMERCIAL EXTRANJERO	CELEBRACIONES	ACCIONES
1984	16.382.037	1.048.000	14.312.000	200.000	12.724.574	2.000.000	200.700	-----	-----	-----	128.140	680.000
1985	28.498.000	2.857.264	25.577.000	3.261.200	18.880.400	484.000	604.400	-----	-----	200.000	197.000	1.120.000
1986	79.876.416	6.764.000	69.080.000	24.980.140	41.890.000	2.713.470	2.682.000	20.000	-----	-----	1.971.000	3.700.000
1987	311.897.200	28.747.911	289.731.490	28.679.200	246.700.000	10.000.000	4.300.000	2.800.012	207.000	93.172	4.400.100	1.210.000
1988	800.000.000	37.400.000	800.107.000	6.677.000	800.400.000	28.207.400	7.670.000	10.071.100	70.000	10.000.701	34.700.000	2.000.111
1989	1.170.000.000	44.200.000	1.125.000.000	10.007.100	1.007.000.000	25.000.000	3.700.000	11.200.000	51.000	600.100.700	12.500.000	3.570.000
1990	2.200.120.000	67.700.000	2.130.000.000	60.100	1.000.700.117	20.773.244	2.410.000	4.000.000	20.000	74.213.001	8.240.000	N.D.
1991	5.000.000.000	146.210.001	5.000.107.701	2.000	4.000.070.000	63.670.101	1.000.000	2.000.100	20.177	1.100.000.001	200.074.700	N.D.

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA CON DATOS DE LA S. S. Y. CERRA EN DOLÁRES AL FINAL DE CADA PERIODO (SIN EXCEPTO) N.O. 007 DE DECRETO DE REGULACIÓN

CUADRO 6

PERIODO	1 I.P.C.	2 MERCADO ACCIONARIO	OBLIGACIONES HIPOTECARIAS	OBLIGACIONES QUIROGRAFARIAS	PETROBONOS EMERSON 84	RIBS	CETES 20 DIAS	CETES 91 DIAS	PAPEL COMERCIAL	ACEPTACIONES BANCARIAS
1986	18,57	47,10	125,90	139,92	138,21	182,16	99,28	185,98	188,37	96,44
1987	15,92	185,67	182,75	185,33	187,98	187,44	122,84	131,18	125,64	117,58
1988	51,78	211,53	114,74	118,89	21,41	66,33	52,38	51,47	54,74	55,27
1989	19,78	418,93	39,28	39,48	34,78	24,52	48,55	48,19	48,92	48,28
1990	29,98	628,79	18,35	18,36	32,33	22,27	25,99	25,84	26,83	226,67
1991	18,88	1.431,46	8,18	7,44	N.D.	N.D.	16,65	17,33	21,88	16,92
PROMEDIOS	24,43	473,91	81,52	84,82	67,77	53,79	59,47	61,99	63,85	92,17

Nota: Todos los datos se expresan en %

: Rebasamiento sobre 1978=100

: ND = No están

1.- Índice de Precios al Consumidor

2.- Índice de Precios y Cotizaciones de la BMV

Fuente: Indicadores Económicos del Banco de México, y Bolsa Mexicana de Valores

Cochrane-Orcutt Iterative Technique EQUATION 3

Dependent Variable : IPYC

Iteration	RHO
1	.86395
2	.87887
3	.88059

Final Value of RHO = .88059
 Number of Iterations = 3

Independent Variable	Estimated Coefficient	Standard Error	T-Statistic
C	1066.83	231.795	4.60248
CEMEX	12.3993	4.96229	2.49871

R-Squared = .8759

Adjusted R-Squared = .8737

F-Statistic (1, 57) = 402.361

Durbin-Watson Statistic (Adj. for 0 Gaps) = 2.4752

Number of Observations = 59

Press Esc to stop or any other key to continue

A:DAVID1.DAT Sample: 1901 -1960 Run Name:

96%

Cochrane-Orcutt Iterative Technique EQUATION 3

Dependent Variable : IPYC

Sum of Squared Residuals = 28323.2
 Standard Error of the Regression = 22.2912

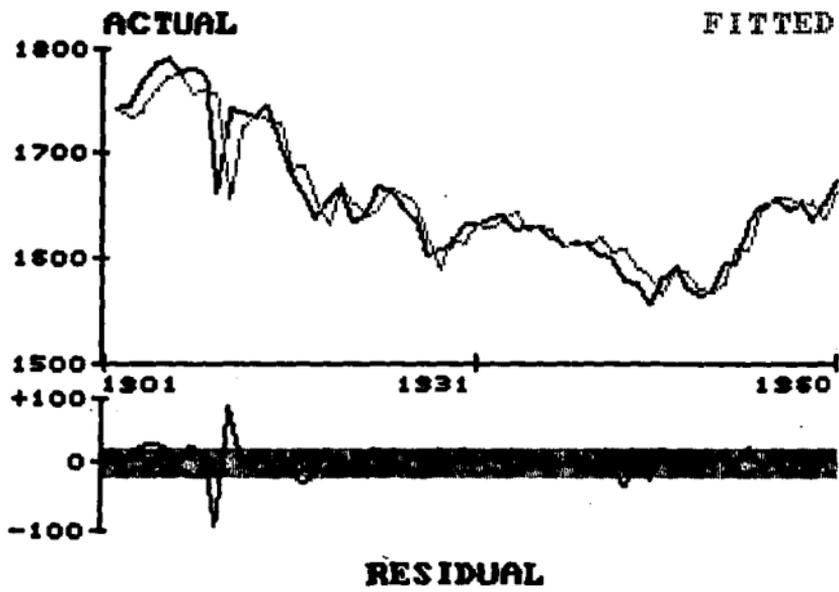
Estimate of Variance-Covariance Matrix of Estimated Coefficients

	C	CEMEX
C	.537E+05	-.114E+04
CEMEX	-.114E+04	.246E+02

Press Esc to stop or any other key to continue

A:DAVID1.DAT Sample: 1901 -1960 Run Name:

96%



Cochrane-Orcutt Iterative Technique EQUATION 5

Dependent Variable : IPYC

Iteration
1 RHD
.91067Final Value of RHD = .91067
Number of Iterations = 1

Independent Variable	Estimated Coefficient	Standard Error	T-Statistic
C	1607.27	44.3543	36.2369
CIFRA	5.13009	4.70344	1.09071

R-Squared = .8661

Adjusted R-Squared = .8637

F-Statistic (1, 57) = 368.582

Durbin-Watson Statistic (Adj. for 0 Gaps) = 2.2606

Number of Observations = 59

Sum of Squared Residuals = 30571.3

Standard Error of the Regression = 23.1590

Press Esc to stop or any other key to continue

A:DAVID1.DAT Sample: 1901 -1960 Run Name:

96%

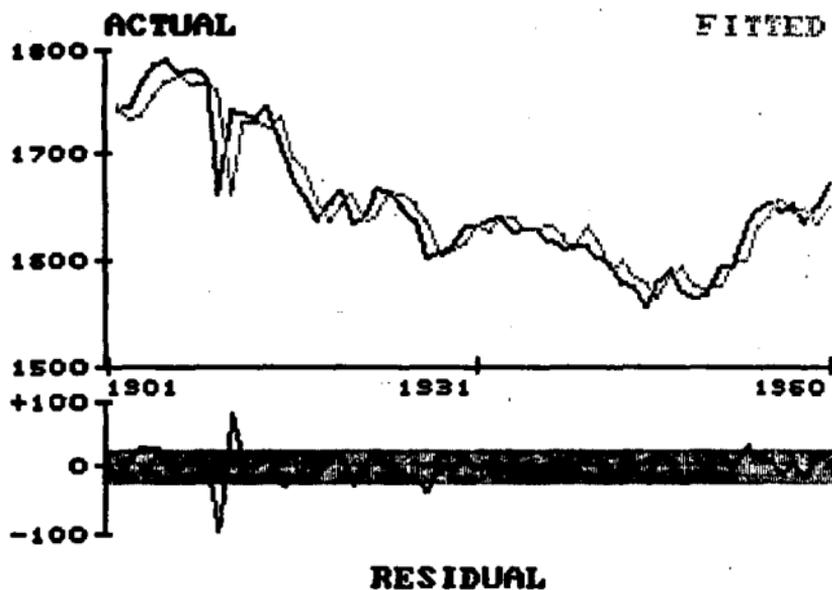
Estimate of Variance-Covariance Matrix of Estimated Coefficients

	C	CIFRA
C	.197E+04	-.136E+03
CIFRA	-.136E+03	.221E+02

A:DAVID1.DAT Sample: 1901 -1960

Run Name:

96%



Cochrane-Orcutt Iterative Technique EQUATION 7

Dependent Variable : IPYC

Iteration	RHD
1	.90693
2	.90854

Final Value of RHD = .90854
 Number of Iterations = 2

Independent Variable	Estimated Coefficient	Standard Error	T-Statistic
C	1633.09	37.5820	43.4541
VITRO	.356151	1.03289	.338259

R-Squared = .8635
 Adjusted R-Squared = .8612
 F-Statistic (1, 57) = 360.719
 Durbin-Watson Statistic (Adj. for 0 Gaps) = 2.2545
 Number of Observations = 59
 Sum of Squared Residuals = 31146.8

Press Esc to stop or any other key to continue
 *DAVID1.DAT Sample: 1901 -1960 Run Name: 96%

Cochrane-Orcutt Iterative Technique EQUATION 7

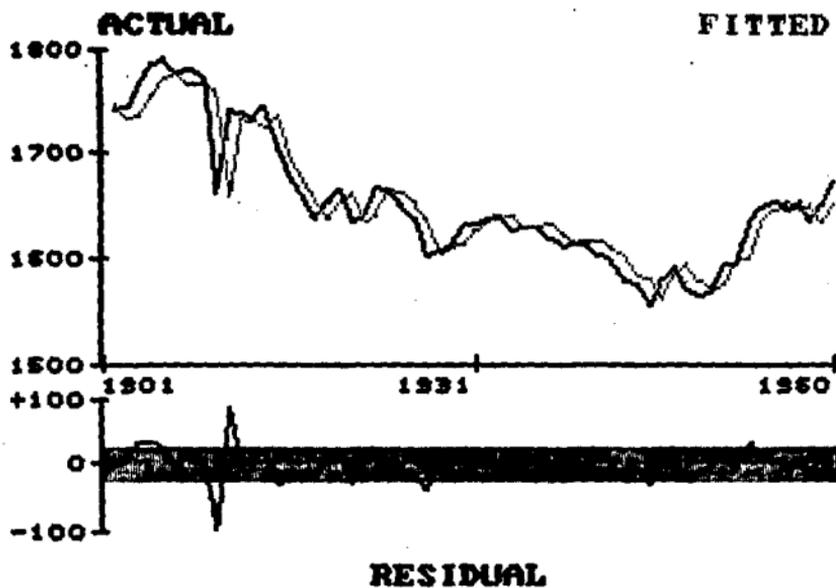
Dependent Variable : IPYC

Standard Error of the Regression = 23.3759

Estimate of Variance-Covariance Matrix of Estimated Coefficients

	C	VITRO
C	.141E+04	-.195E+02
VITRO	-.195E+02	.111E+01

Press Esc to stop or any other key to continue
 *DAVID1.DAT Sample: 1901 -1960 Run Name: 96%



BIBLIOGRAFIA

BIBLIOGRAFIA

- 1- CASO, Bercht Jorge. " EL MERCADO DE ACCIONES EN MÉXICO ". Ed. CEMLA. México. 1971
- 2- CASO, Bercht Manuel. " EL FINANCIAMIENTO Y LA INDEPENDENCIA DEL EMPRESARIO ". Revista " La Bolsa ". Editada por: B.M.V. México. 1984.
- 3- CASO, Bercht Manuel. " LA EMPRESA Y EL MERCADO DE VALORES ". Conferencia. Revista " La Bolsa " Editada por: B.M.V. México. 1984.
- 4- BOLSA MEXICANA DE VALORES. " QUE ES LA BOLSA DE VALORES ". Editada por: B.M.V. México. 1990.
- 5-CAMACHO, M. Benjamín A. " ALGUNOS COMENTARIOS DEL MERCADO DE VALORES Y SU RELACIÓN CON LA OBTENCIÓN DE RECURSOS PARA LAS EMPRESAS ". Tesis U.N.A.M. México. 1985.
- 6- COMISIÓN NACIONAL DE VALORES. " ALGUNOS ASPECTOS SOBRE EL MERCADO FINANCIERO ". Editado por: C.N.V. México. 1991.
- 7- BOLSA MEXICANA DE VALORES. " LEY DEL MERCADO DE VALORES ". Editado por: B.M.V. México. 1991.
- 8- LAGUNILLA, I. Alfredo. " MERCADO DE DINERO Y DE CAPITALES ". Tesis U.N.A.M. México. 1988.
- 9- COSÌO, Fernández Francisco Javier. " LA INVERSIÓN BURSÁTIL ". Tesis U.Anáhuac México. 1990.
- 10- BOLSA MEXICANA DE VALORES. " ANUARIO FINANCIERO Y BURSÁTIL ". Ed. IMMEC. Varios Números. México.

- 11- **BANCO DE MÉXICO. " INDICADORES ECONÓMICOS "**
Editado por: Banxico. México. 1991.
- 12- **BANCO NACIONAL DE MÉXICO S.A. " EXAMEN DE LA SITUACIÓN
ECONÓMICA DE MÉXICO "**. Dpto. de Estudios Económicos.
Varios Números. México. 1990.
- 13- **INSTITUTO MEXICANO DE EJECUTIVOS EN FINANZAS. " EJECUTIVOS
EN FINANZAS "**. Revista Mensual. Varios Números. México.
- 14- **BURSÁMETRICA S.A. " CAPITAL. MERCADOS FINANCIEROS "**
Revista Mensual. Varios Números. México.
- 15- **DESARROLLO E INVESTIGACIÓN ECONÓMICA. S.A. "
ECONOFINAZAS".** Revista Bimestral. Varios Números. México.
- 16- **NACIONAL FINANCIERA. " MERCADO DE VALORES "**. Revista. Varios
Números. México.
- 17- **MARMOLEJO, G. Martín. " INVERSIONES. Práctica, metodología y filosofía "**
6a edición. Ed. I.M.E.F. México. 1985.
- 18- **VILLEGAS, H. Eduardo/ ORTEGA, O. Rosa María. " EL NUEVO SISTEMA
FINANCIERO MEXICANO "**. Ed. PAC. México. 1991.
- 19- **PEÓN, Escalante L. " POSIBILIDADES DE COLOCACIÓN EN LA BOLSA DE
EMPRESAS MEDIANAS Y PEQUEÑAS "**. Tesis U.N.A.M. México. 1976.
- 20- **MONTES, Nieto Lucía / JUÁREZ, Flores Armando. " LA BOLSA MEXICANA
DE VALORES LAS EMPRESAS Y LOS INVERSIONISTAS "**. Tesis U.N.A.M.
México. 1990.
- 21- **FLORES, F. Salvador Adolfo. " TÉCNICAS DE COLOCACIÓN PÚBLICA DE
ACCIONES "**. Revista La Bolsa. Editada por B.M.V. México. 1985.
- 22- **OTEYSA, José Andrés. " LA POLÍTICA DE FOMENTO DE LOS MERCADOS
DE CAPITALES "**. Ed. CEMLA. México. 1980.
- 23- **LAGUNILLA, Iñarruti Alfredo. " HISTORIA DE LA BOLSA EN MÉXICO".**
Editada por: B.M.V. México. 1985.

- 24- INSTITUTO MEXICANO DEL MERCADO DE CAPITALES. " **COMO INVERTIR EN MÉXICO: UNA GUÍA PARA EL MERCADO DE VALORES** ". Editado por: I.M.M.E.C. México 1989
- 25- INFANTE, Gonzáles O. " **INGENIERÍA ECONÓMICA** ". Ed. Norma Colombia. 1989.
- 26- PAULDE, Garmo John R./ CANADÁ Williams G. Sullivan. " **ENGINEERING ECONOMY** ". Sexta Edición. Ed. Mac Graw Hill. USA. 1990.
- 27- Ed. ALETHIA S.A. " **GLOSARIO DE TÉRMINOS ECONÓMICOS** ". a Edición Ed. Alethia México. 1992.
- 28- INSTITUTO MEXICANO DEL MERCADO DE CAPITALES. " **CURSO : INSTRUMENTOS Y OPERACIÓN DEL MERCADO DE DINERO** ". Editado por: IMMEC. México. 1992 .
- 29- VILLARUEL, A. Medina H. " **MERCADO DE VALORES. PRÁCTICAS BURSÁTILES** ". Editado por: I.M.M.E.C. México. 1990.
- 30- HANSEN, Alvin. " **GUÍA DE KEYNES** ". Ed. F.C.E, México. 1988.
- 31- NUÑEZ, Estrada Héctor Rogelio. " **MERCADO DE DINERO Y CAPITALES** ". Ed. Pac. México. 1991.
- 32- BOLSA MEXICANA DE VALORES. " **FOLLETO INFORMATIVO: LA BOLSA MEXICANA DE VALORES** ". Editado por: B.M.V. México. 1990.
- 33- PODER EJECUTIVO FEDERAL DE LOS ESTADOS UNIDOS MEXICANOS. " **PLAN NACIONAL DE DESARROLLO 1989-1994** ". Editado por: S.P.P. México. 1989.
- 34- COMISIÓN NACIONAL DE VALORES. " **CARPETA MÉXICO** ". C.N.V. S.H.C.P. México. 1991.
- 35- COMISIÓN NACIONAL DE VALORES. " **LEY DEL MERCADO DE VALORES** ". Diario Oficial de la Federación. México. 1990.
- 36- HEYMAN, Timothy. " **INVERSIÓN CONTRA INFLACIÓN** ". Ed. Milenio 3a edición. México. 1990.
- 37- DORBUSH, / FISHER, " **MACROECONOMÍA** ". Ed. Mc Graw Hill. México. 1990.

- 38- BRANSON, Litvack. "MACROECONOMÍA". Ed. Harla. México. 1976.
- 39- BREALEY, / STEWART. "PRINCIPIOS DE FINANZAS CORPORATIVAS". Ed. Mac. Graw Hill. México. 1988.
- 40- CORTINA, Ortega Gonzalo. "PRONTUARIO BURSÁTIL Y FINANCIERO". Ed. Trillas México. 1992.
- 41- GITMAN, Lawrence. "ADMINISTRACIÓN FINANCIERA BÁSICA". Ed. Harla. México. 1990.
- 42- SCHALL, Lawrence / HALLEY, Charles. "ADMINISTRACIÓN FINANCIERA". Ed. Mac Graw Hill. México. 1991.
- 43- AGUIRRE, Mora Octavio. "EL MANUAL DEL FINANCIERO". Ed. Independiente. México. 1992.
- 44- JOHNSON, Robert W. "ADMINISTRACIÓN FINANCIERA". Ed. CECSA. México. 1987.
- 45- HUNT, Williams. "FINANCIACIÓN BÁSICA DE LOS NEGOCIOS". Ed. UTEA México. 1980.
- 46- VAN, Horne James. "FINANCIAL MANAGEMET AND POLICY". Ed. Prentice Hall. USA. 1987.
- 47- SUÁRES, Suárez Andrés S. "DECISIONES ÓPTIMAS DE FINANCIACIÓN E INVERSIÓN EN LA EMPRESA". Ed. Pirámide. México. 1988.

V E R A N O 1 9 9 3