



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

FACULTAD DE CONTADURÍA Y ADMINISTRACIÓN

EL ANÁLISIS DEL COSTO DE CAPITAL COMO FACTOR DETERMINANTE EN EL FINANCIAMIENTO DE LAS EMPRESAS: EL CASO DE FEMSA, INDUSTRIAS PEÑOLES Y TELMEX

TESIS PROFESIONAL

QUE PARA OBTENER EL TÍTULO DE:
LICENCIADO EN CONTADURÍA

PRESENTA :
FRANCISCO HERNÁNDEZ MENDOZA

ASESOR:

M. F. ARTURO MORALES CASTRO



MÉXICO, D. F.

2005

m348847



Universidad Nacional
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

Biblioteca Central



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 esta 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.

Contenido

Introducción.....	1
1. LAS FINANZAS EN LAS PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS	5
1.1. Conceptos básicos	7
1.2. Áreas básicas de las finanzas	15
1.3. Clasificación de finanzas	20
1.4. Finanzas bursátiles	22
2. FUENTES DE FINANCIAMIENTO	29
2.1. Conceptos básicos	32
2.2. Fuentes de financiamiento	33
2.3. Fuentes internas de financiamiento	33
2.4. Fuentes externas de financiamiento	35
2.4.1. Apalancamiento y su entorno en el caso de México	43
2.5. Principales instituciones de financiamiento	46
2.5.1. Organismos reguladores	49
2.5.2. Banca comercial	54
2.5.3. Banca de Desarrollo	58
2.5.4. Instituciones de apoyo en el financiamiento	60
3. EL COSTO DE LAS FUENTES DE FINANCIAMIENTO.....	67
3.1. Conceptos básicos	71
3.2. Tipos de capital:	75
3.2.1. Capital industrial y capital financiero	75
3.2.2. Tipos de capital contablemente	75
3.3. Estructura de Capital	76
3.4. Costos de financiamiento	77
3.5. Procedimiento para definir y medir el costo de capital en las empresas	80
3.5.1. Promedio ponderado del costo de capital	80
3.5.2. El costo promedio ponderado al capital sin ajustar	83

3.5.3	Costo del capital en acciones: enfoque del costo de la deuda antes de impuestos más prima por riesgo	84
3.5.4	Impuestos y el Costo Porcentual Promedio de Capital	85
3.5.5	Costos de capital divisional y del proyecto	86
3.5.6	La Línea de Mercado de un Activo Financiero y el Costo Porcentual Promedio de Capital	86
3.5.7	Costo de capital divisional	87
3.5.8	El costo en acciones comunes	88
3.5.8.1	El enfoque del modelo de crecimiento de dividendos	88
3.5.8.2	El enfoque de línea de mercado de un activo financiero (LMAF)	90
3.5.9	Los costos de la deuda y de las acciones preferentes	92
3.5.10	Costos de emisión y el costo promedio ponderado de capital	93
3.5.11	Costo de las acciones preferentes	94
4.	EL COSTO DE CAPITAL EN LAS EMPRESAS MEXICANAS: EL CASO DE FEMSA, TELMEX Y PEÑOLES.....	105
4.1	Estados financieros y cálculo del costo de capital de FEMSA	109
4.2	Estados financieros y cálculo del costo de capital de PEÑOLES	126
4.3	Estados financieros y cálculo del costo de capital de TELMEX	143
5.	ANÁLISIS DEL CASO PRÁCTICO. CONCLUSIONES.....	161
5.1	FOMENTO ECONÓMICO MEXICANO, S.A. DE C.V.	164
5.2	INDUSTRIAS PEÑOLES	167
5.3	TELEFONOS DE MÉXICO S.A. DE C.V.	171
5.4	Conclusiones:	175
	BIBLIOGRAFÍA.....	181
	ANEXOS.....	185

Introducción

La organización para su funcionamiento cuenta con diferentes áreas de trabajo, el nombre que recibe cada una de ellas está determinado por la estructura que le confiere el administrador de la organización, tradicionalmente para el estudio de una estructura funcional conocemos cuatro áreas básicas: Recursos Humanos, producción, Mercadotecnia y Finanzas. Sin duda, cada una de estas áreas son importantes y básicas para el desarrollo y logro de los objetivos institucionales. En el presente estudio, nos remitiremos de lleno al área financiera, y específicamente en el estudio del financiamiento de las empresas y la repercusión que trae consigo el costo del mismo para los resultados u objetivos que persigue la empresa.

Para el desarrollo de este documento, el primer paso es resaltar el papel de esta área funcional en las organizaciones. Para ello, nos cuestionamos algunas situaciones tales como: ¿qué son las finanzas?, ¿Qué tipos de finanzas existen? y ¿cuál es la más adecuada para abordar este estudio? Conforme avanzamos generamos algunas reflexiones y completamos los conceptos hasta llegar al objetivo general, el cual tiene que ver directamente con el estudio del costo de capital y específicamente aterrizar con el ejemplo de tres empresas (TELMEX, FEMSA y PEÑOLES) que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV). De este último punto nace una pregunta más ¿porqué escoger a las empresas que cotizan en la BMV? La respuesta tiene que ver mucho con el control que tienen las empresas mexicanas con respecto a su información financiera, fue muy difícil encontrar una empresa que nos permitiera ver ampliamente sus estados financieros, y muchas de las que investigamos su información no estaba en condiciones de analizarla por lo tanto consideramos el plan "B", y acudimos a la Bolsa Mexicana de Valores para analizar algunos boletines financieros que emiten las empresas que cotizan en ella. El paso siguiente fue el de considerar a las empresas representativas dentro de este mundo empresarial mexicano. Instituciones en las cuales en todos los medios

encontramos información de ellas, ya sea a través de la INTERNET, prensa, hasta videos empresariales.

El tema que llama la atención de este documento es sin duda el Costo de Capital, cabe mencionar que no existe un material específico de información que trate de lleno este asunto, por lo mismo fue una de las principales inquietudes de elaborar el presente material. Considerando de esta manera aportar algo práctico (no necesariamente novedoso) que permita ser plataforma para estudios más completos del tema.

Conforme avanzamos encontramos algunas aportaciones no menos importantes, y que permiten fundamentar la importancia de este estudio, por ejemplo la importancia de la información financiera, cualquier estudio que se realice genera información. En el complejo mundo empresarial en que vivimos, el hombre de negocios necesita en su dinámica social, de información financiera oportuna y adecuada, entendiéndose por tal la información financiera cuantitativa, confiable y accesible para que le ayude a fortalecer su juicio o decisión. Es por lo anterior, que al elaborar este documento fue imprescindible remitirse a información tanto de autores con una trayectoria reconocida en el ambiente financiero como también acudir a instituciones como la Bolsa Mexicana de Valores que publica información objetiva sobre las empresas, al igual la valiosísima contribución de las personas que me apoyaron para el logro de este documento, tales como mi director de tesis, el Mtro. Arturo Morales Castro, autor de varios títulos en el área y de escritor de vastos artículos en diversas revistas especializadas en el mundo de los negocios.

La estructura de este documento está soportado en dos puntos fundamentales, por un lado se encuentra la metodología que se utilizó para el desarrollo de la investigación. Como todo estudio, éste nació del planteamiento de un problema en concreto, pensando en que el financiamiento para las empresas en México es escaso, y sobretodo caro. a continuación lo referimos:

¿Cómo está conformado la estructura de financiamiento de las empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores y cuál es el costo de esa estructura?

Justo con este problema se diluyeron algunas otras reflexiones que a la vez sirvieron como objetivos adyacentes al general. El objetivo general va sin duda ligado al enunciamiento del problema:

“Resaltar la importancia del costo de capital en el reflejo de los estados financieros de una empresa”.

Como se comentó anteriormente, Los objetivos particulares van apareciendo de acuerdo a los puntos que se van abordando dentro de la investigación, algunos de ellos son los siguientes:

- Resaltar la importancia de la actividad financiera dentro de una empresa, así como describir las principales ramas de este estudio económico.
- Conocer las principales fuentes de financiamiento para una empresa, así como el estudio de las instituciones públicas que regulan este ejercicio en el mercado financiero.
- Detectar los factores que influyen de manera directa en el costo de capital de las empresas
- Definir un procedimiento específico para calcular el costo de capital de una empresa.

El planteamiento del problema, al igual que los objetivos de la investigación nos permite elaborar nuestra hipótesis de la investigación:

“Si el financiamiento para las empresas en México es caro, por lo tanto, entonces el costo de capital es un rubro que afecta de manera drástica las utilidades de una empresa y por ende la entrega pronta de las mismas a sus inversionistas.”

Los instrumentos de investigación estuvieron basados en investigación bibliográfica acudiendo a fuentes primarias como la Bolsa Mexicana de Valores, así como también acudir con profesores de esta Facultad, algunos recomendando sus obras escritas que están ligados a este tema.

Cabe mencionar que este estudio consta de cinco partes o capítulos, los primeros tres capítulos están destinados a la parte teórica del estudio, tales como el marco de referencia de la disciplina financiera, así como el desarrollo del concepto de financiamiento y el papel que juega el costo de capital en el mismo. Los últimos dos capítulos se refieren al caso práctico que tiene por objetivo ilustrar lo antes desarrollado en la teoría. Estos últimos dos capítulos nos permiten dar cierre al presente documento, por un lado analizamos los rubros correspondientes al cálculo del costo de capital y por otro lado nos permite concluir de acuerdo al análisis con algunas sugerencias que permita al lector darle un aspecto práctico a este estudio.

Por último deseo resaltar mis agradecimientos y mi reconocimiento al Mtro. Jose Antonio Morales Castro, así como a mi asesor de tesis el Mtro. Arturo Morales Castro, entre otras cosas por la disponibilidad y su colaboración tan profesional que siempre les han caracterizado en esta magna institución como lo es la Facultad de Contaduría y Administración.

Capítulo I
LAS FINANZAS EN LAS PEQUEÑAS Y
MEDIANAS EMPRESAS

- 1.1 Conceptos Básicos
- 1.2 Áreas Básicas de las Finanzas
- 1.3 Clasificación de finanzas
- 1.4 Finanzas Bursátiles

1. LAS FINANZAS EN LAS PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS

1.1 Conceptos Básicos

1.2 Áreas Básicas de las Finanzas

1.3 Clasificación de finanzas

1.4 Finanzas Bursátiles

1.1. Conceptos básicos

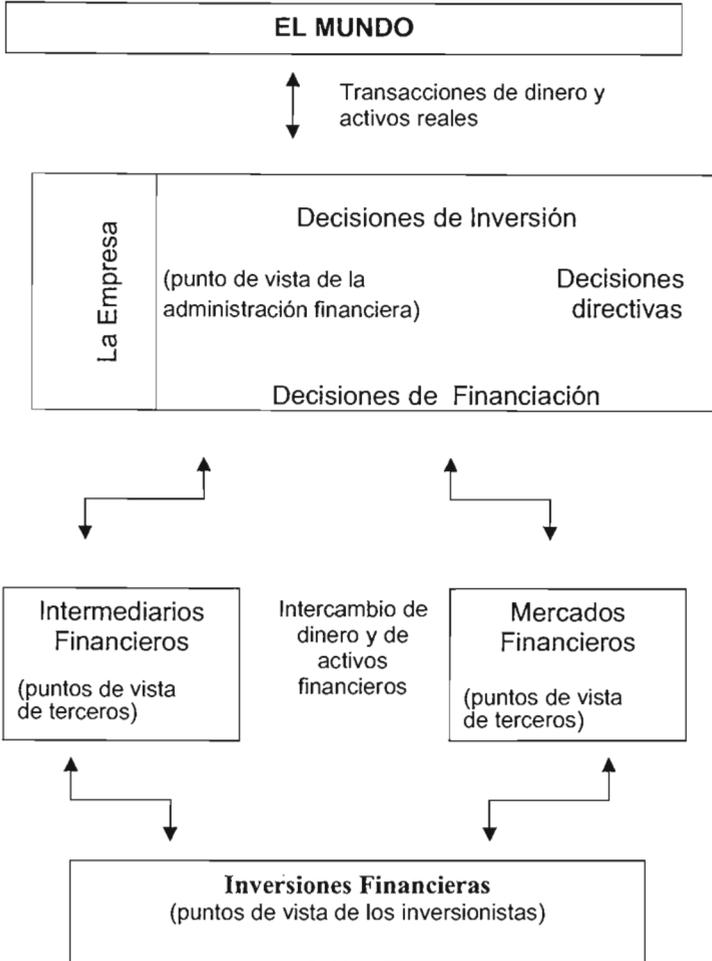
Las finanzas se definen como el arte y la ciencia de administrar dinero; considerando que casi todos los individuos y organizaciones ganan u obtienen el mismo y lo gastan o lo invierten.

Las finanzas se relacionan con los procesos de toda institución, así como con los mercados y los instrumentos que participan en la transferencia de dinero entre personas, empresas y gobiernos.

Técnicamente las finanzas tienen como objetivo el uso óptimo de recursos, en cuanto a cantidad, calidad y oportunidad, tanto de las fuentes que suministran los fondos como del empleo que de ellos se hacen.

El ámbito de estudio de las finanzas abarca tanto la *valoración* de activos como el *análisis de las decisiones financieras* tendientes a crear valor. La interrelación existente entre el análisis de la decisión a tomar y la valoración viene dada desde el momento en que un activo cualquiera sólo debería ser adquirido si se cumple la condición necesaria de que su valor sea superior a su coste (ésta condición no es suficiente porque puede haber otros activos que generen más valor para la empresa).

Figura 1. El ámbito de las finanzas



Bajo el nombre de *finanzas* podemos contemplar tres áreas, cada una de las cuales hace referencia a la misma serie de transacciones, pero analizadas desde diferentes puntos de vista.

1. *Las Finanzas Corporativas (Corporate Finance)* se centran en la forma en la que las empresas pueden crear valor y mantenerlo a través del uso eficiente de los recursos financieros. Se subdivide en tres partes:

a) Las *decisiones de inversión*, que se centran en el estudio de los activos reales (tangibles o intangibles) en los que la empresa debería invertir;

b) Las *decisiones de financiación*, que estudian la obtención de fondos (provenientes de los inversores que adquieren los activos financieros emitidos por la empresa) para que la compañía pueda adquirir los activos en los que ha decidido invertir.

c) Las *decisiones directivas*, que atañen a las decisiones operativas y financieras del día a día como, por ejemplo: el tamaño de la empresa, su ritmo de crecimiento, el tamaño del crédito concedido a sus clientes, la remuneración del personal de la empresa, etc.

2. La *Inversión Financiera (Investment)* examina las transacciones financieras desde el punto de vista de los inversores, es decir, de la otra parte de la transacción, que es la que adquiere los activos financieros emitidos por las empresas.

Ejemplos: la valoración de acciones, la selección de activos financieros, el análisis de bonos, el uso de opciones y futuros, la medida del comportamiento de la cartera, etcétera.

3. Los *Mercados Financieros* y los *Intermediarios*, tratan de las decisiones de financiación de la empresa, pero desde el punto de vista de un tercero. Los *mercados financieros* analizan dichas transacciones desde el punto de vista de un observador independiente y en ellos tienen lugar las operaciones de compra y

venta de los activos financieros a través de compañías que operan por cuenta ajena únicamente (*brokers*) y de las que también pueden operar por cuenta propia (*dealers*). Los *intermediarios financieros* las analizan con la óptica de alguien que las hace posibles, puesto que adquieren los activos financieros para mantenerlos como inversiones, financiando así las inversiones financieras al emitir derechos sobre ellas.

Las finanzas al igual que toda actividad humana ha sufrido cambios desde su aparición en la vida económica y social de toda comunidad. Para el entendimiento y evolución del estudio de las finanzas es posible dividir su práctica en cuatro etapas de acuerdo a los autores Gluck, Kaufman, & Walleck: 1980. Cabe mencionar que es posible aunar la existencia de una quinta etapa que trata de explicar las finanzas en el siglo XXI.¹

Analicemos cada una de esas etapas:

Etapla primera: Se caracteriza por la planeación (proceso contable). El elemento principal es la elaboración del presupuesto anual, en la búsqueda de equilibrar los ingresos y egresos, basado en el desarrollo de controles operacionales.

La relación organizacional es simple entre la empresa y sus clientes, se busca producir mas, con la seguridad de tener mercado para sus productos (bienes y/o servicios). La preocupación principal entra en los costos.

En la depresión de los treinta, esta etapa comienza a desarrollar mecanismos de análisis financiero con el objeto de mantener liquidez. La administración se realiza por corazonadas. Se presenta mayor atención a la conservación de capital, a lo cual surge la ley de valores y la ley de bolsa de valores. (Estados Unidos, 1933, 1934, respectivamente, Blok & Hirt: 1992).

¹ Dorantes Patricia M. "Las Finanzas y su evolución. un nuevo paradigma", Rev. Emprendedores. México 1999, Marzo-Abril, Num. 56

Etapla segunda: Planeación financiera estática (fundamentos de administración financiera), cuyos elementos son la asignación estática de los recursos, buscando predecir el futuro.

Esta segunda etapa se desarrolla todavía por los impulsos de la teoría clásica en consideración a la teoría de las relaciones humanas. El contexto de la empresa comprende la interrelación empresa-cliente y empresa-proveedores y la búsqueda de la efectividad, eficiencia y productividad. En esta etapa también la administración esta basada en corazonadas.

En la década de los cincuenta, las decisiones financieras a tomar son cotidianas desde la aplicación de los recursos, la obtención de nuevos recursos y el análisis de los proyectos de inversión financieros (decisiones de presupuesto capital).

El desarrollo de la administración financiera se centra en la administración del efectivo e inventarios, en la determinación de la estructura de capital y en el establecimiento de políticas de dividendos.

El fundamento de esta etapa es la obtención de capital por medio de sociedades mercantiles.

Etapla tercera: Planeación financiera dinámica (la administración financiera propiamente dicho). La asignación de los recursos es dinámica, se desarrollan análisis competitivos, se buscan respuestas a la evolución de los mercados y de la reciente competencia); se comienza a pensar estratégicamente. La administración se basa en especialidades.

En esta tercera etapa de la administración financiera el contexto organizacional se torna mas complejo, no solo existen proveedores y clientes sino que además identificamos competidores potenciales que influyen directamente en las organizaciones.

El término empresa deja de tener sentido para comenzar a hablarse de organización. Esto quiere decir que la empresa tiene objetivos sociales, culturales, tecnológicos, etcétera.

El desarrollo es bajo una teoría contingencialista, donde la eficiencia y la efectividad dependen de las interacciones con su contexto. La toma de decisiones es realizada

bajo una racionalidad limitada (teoría de la toma de decisiones organizacionales: 1991).

La asignación de recursos busca establecer un nicho de mercado, incrementar producción y minimizar los costos, basado en un análisis concienzudo de la situación y de la evaluación de la competencia. En esta etapa se comienza a pensar estratégicamente, es decir a planear con orientación al exterior, evaluando las opciones estratégicas financieras.

Así es como la administración financiera en la organización constituye un paradigma con su análisis, en relación a las exigencias de su contexto. Es decir, un análisis micro que parte de la organización para responder al entorno en que se desarrolla.

El cambio de la administración financiera es eminente. La primera y segunda etapa se encargaban de maximizar utilidades. En la tercera etapa se pregunta ¿cómo las utilidades fueron valuadas por los accionistas? Considerando riesgo, patrón de tiempo, la calidad y confiabilidad de utilidades reportadas, y el impacto que habrá de tener la decisión financiera sobre la valuación general de la empresa. En esta etapa la administración se basa en la especialidad.

Concluyendo esta etapa, el ámbito de desarrollo de la administración financiera es la administración de crédito, control de inventarios, recepción y desembolso de fondos, la emisión de acciones, emisión de obligaciones, presupuestos de capital, decisiones de dividendos.

Considerando que el objetivo organizacional es la rentabilidad equilibrando los riesgos presentes en el mercado financiero nacional e internacional, se logra maximizar la riqueza de los accionistas y valorar la organización del mercado.

Etapa cuarta: Planeación estrategia (finanzas Corporativas o ingeniería financiera) se caracteriza por el uso de los recursos para crear ventajas corporativas, en la búsqueda de crear un mejor futuro.

Se desarrolla un marco estratégico de trabajo muy definido, se considera a la organización enfocada estratégicamente con una capacidad de pensamiento estratégico muy extendida, en la búsqueda de crear un futuro para la organización.

Se delimita claramente las finanzas nacionales e internacionales, las fuentes de financiamiento ya no solo en relación a los mercados financieros locales o nacionales, sino que también en los internacionales, así como a la aplicación de los excedentes financieros (inversiones).

De esta manera vemos las organizaciones impulsadas por el desarrollo de la tecnología en busca de minimizar sus costos y maximizar sus rendimientos. No pueden competir por sí solas en un contexto completamente diferente al de la administración financiera, en donde la organización no solo se halla influida por su contexto, sino por los contextos de cada uno de los integrantes, considerando la administración como un sistema.

La organización se halla influida por un sistema financiero nacional y un sistema financiero internacional. Las organizaciones no solo se encuentran en un espacio físico regional o nacional, sino distribuidas en el amplio orbe.

La administración financiera no puede proponer respuestas financieras adecuadas, así deja de ser un paradigma para dar lugar al nacimiento de otro llamado ingeniería financiera o finanzas corporativas

La ingeniería financiera es parte de la planeación estratégica, analizando las fortalezas, debilidades, amenazas, y oportunidades de las organizaciones a un nivel macro, no solo considerando factores financieros que influyen en las macro organizaciones sino analizando situaciones sociales, políticas, psicológicas y tecnológicas, etc., del contexto macro organizacional.

La ingeniería financiera responde a las necesidades de administrar los excedentes financieros y la valuación de las empresas, para obtener financiamientos institucionales y corporativos, analizar la administración de la deuda, además de identificar perspectivas para desarrollar nuevos negocios.

También permite la definición racional de las estrategias financieras, estimula la anticipación a riesgos y oportunidades, fomenta el desarrollo del ingenio y creatividad ejecutiva y facilita la evaluación de la productividad financiera.

Otro punto en el desarrollo de esta etapa, es la ingeniería económica, cuyo ámbito de acción se halla en la valuación de proyectos de inversión, enfocada a los

elementos técnicos de los proyectos, pero apoyada en los métodos tradicionales de evaluación.

Etapa quinta: Administración Estratégica Financiera (finanzas multinacionales). No existen límites para las finanzas. Las finanzas internacionales son en relación a la formación de bloques económicos.

El nacimiento de esta etapa lo encontramos a fines de los ochenta e inicio de los noventa, se caracteriza por el desarrollo de la administración estratégica financiera.

La formación de grupos económicos son: La comunidad económica europea, el grupo de la cuenca del pacífico (conocida como "los tigres de Asia"), la pronta formación del bloque económico americano, (viabilizado por el Tratado del Libre Comercio, entre Estados Unidos, Canadá y México), por el programa denominado "iniciativa de las américas", determinan la necesidad de encontrar un nuevo paradigma que responda a esas nuevas necesidades.

Las finanzas para esta etapa deben desarrollarse bajo el marco de la administración estratégica financiera, lo que quiere decir apoyada en la planeación estratégica financiera (ingeniería financiera), pero que tenga elementos para la toma de decisión a nivel macro, no solo en la formulación de estrategias financieras, sino en la toma de decisiones financieras estratégicas. La estructura de la administración estratégica financiera, comprende analizar las fortalezas, debilidades, oportunidades y amenazas de una organización, en la búsqueda de lograr maximizar los rendimientos dentro del bloque y minimizar sus costos para competir con el contexto cambiante.

Las estrategias financieras se desarrollan en dos niveles, el primero: organizacional dentro del bloque económico, con estrategias financieras emergentes de la administración financiera y la planeación estratégica financiera. Un segundo nivel, estrategias financieras para la organización pero entre bloques comerciales, considerando la administración estratégica financiera.

La valuación organizacional, las inversiones (elaboración e implementación del presupuesto de capital), fuentes de financiamiento, emisión de valores, y la estructura financiera, se hallan en relación a los bloques económicos.

El logro del objetivo planteado en las organizaciones se basa en la toma de decisiones estratégicas financieras que transformaran a las corporaciones y empresas multinacionales en macro-organizaciones internacionales, donde las finanzas internacionales dejaran de serlo dentro de un bloque para convertirse en nacionales y entendiéndose como finanzas internacionales a la interrelación e interdependencia entre los bloques económicos imperantes en el futuro próximo.

1.2. Áreas básicas de las finanzas

En el presente estudio consideramos importante desarrollar el concepto de planeación financiera (función que se desarrolla ya sea en el área de tesorería o en la dirección misma de la empresa) ya que en cierto grado influye en la toma de decisiones que repercute en el costo de capital.

La dimensión y la importancia de la función de las finanzas para la administración dependen del tamaño de la empresa. En empresas pequeñas, el departamento de contabilidad por lo general realiza la función de las finanzas. Conforme una empresa crece, se vuelve responsabilidad de un departamento independiente, vinculado de manera directa al presidente de la empresa, a través de un vicepresidente de finanzas, conocido comúnmente como director de finanzas². El vicepresidente de finanzas controla las actividades de finanzas (tesorero) y de contabilidad (contralor). La organización de la función de las Finanzas depende de la dimensión y la importancia de las mismas para la Administración, lo cual lo determina el tamaño de la empresa, como empresas pequeñas el departamento de Contabilidad, por lo general realiza las funciones de Finanzas y conforme vaya creciendo la empresa se vuelve una necesidad y responsabilidad de crear un departamento independiente donde se generarán dos puestos muy importantes:

² También encontramos que se le puede llamar Analista financiero, administrador financiero, vicepresidente de finanzas

Tesorero: que será el responsable de la administración de las actividades financieras, así como la planeación financiera y la obtención de fondos y la toma de decisiones en Inversiones de capital y el manejo de efectivo, del crédito y del fondo de pensiones.³

Contralor: es el que dirige por lo general las actividades de contabilidad, tanto corporativa financiera y de costos, así como el manejo de impuestos.⁴

Estas funciones se relacionan en forma estrecha y generalmente se traslapan; de hecho, las finanzas para la administración y la contabilidad no se distinguen con facilidad. A menudo, en las empresas pequeñas, el contralor realiza la función de finanzas y en las empresas grandes, muchos contadores participan en diversas actividades financieras. Sin embargo, existen dos diferencias básicas entre las finanzas y la contabilidad; una destaca los flujos de efectivo y la otra, la toma de decisiones.

La función principal del contador es generar y proporcionar información para medir el rendimiento de la empresa, evaluar su posición financiera y pagar impuestos, mediante el uso de ciertos principios generalmente aceptados, preparar estados financieros que registran los ingresos en el punto y momento de la venta y los gastos cuando se incurre en ellos.

El gerente de finanzas destaca sobre todo los *flujos de efectivo*, es decir, la entrada y salida de efectivo. Mantiene la solvencia de la empresa mediante la planeación de los flujos de efectivo requeridos para hacer frente a sus obligaciones y adquirir los activos necesarios para lograr las metas de la empresa.

El gerente de finanzas usa este método del efectivo para registrar los ingresos y los gastos sólo con respecto a los flujos reales de entrada y salida de efectivo.

Por tanto, el gerente de finanzas debe ver más allá de los estados financieros para comprender los problemas existentes o en evolución. Por supuesto, los contadores conocen muy bien la importancia de los flujos de efectivo y los gerentes de finanzas

³ Perdomo Moreno, Abrahám, "Métodos y modelos básicos de planeación financiera" 2º Ed., México, PEMA, 2002, pp. 317.

usan y entienden los estados financieros que se basan en el método de acumulaciones. No obstante, el interés principal de los contadores está en este tipo de métodos y el de los gerentes de finanzas está en los métodos de flujo de efectivo.

La segunda diferencia más importante entre las finanzas y la contabilidad tiene que ver con la toma de decisiones. El contador dedica la mayor parte de su atención a recopilar y a presentar información financiera. El gerente de finanzas evalúa los informes del contador, obtiene datos adicionales y toma decisiones con base en la evaluación de los ingresos y riesgos relacionados. El papel del contador es proporcionar información obtenida sistemáticamente sobre las operaciones pasadas, presentes y futuras de la empresa. El gerente de finanzas utiliza esta información, tal como está o después de efectuar ciertos ajustes y análisis, como una contribución importante al proceso de toma de decisiones. Por supuesto, esto no significa que los contadores nunca tomen decisiones ni que los gerentes de finanzas nunca reúnan información, sino que los intereses principales de la contabilidad y de las finanzas son distintos.

La planeación estratégica es una herramienta administrativa aplicable a las empresas, industrias y otras actividades. Nace en la década de los sesenta y es el producto de la observancia de diversas experiencias en la conducción del mundo empresarial. Reconocidos investigadores de las ciencias administrativas han escrito infinidad de artículos, libros y construido una amplia literatura al respecto.

Su aplicación trae como beneficios de utilización que están plenamente reconocidos a pesar de ello, la formalización e inclusión dentro de los procesos administrativos en la empresa, es incipiente. En encuestas a empresas de Estados Unidos, el porcentaje alcanza alrededor de 50%. En el país no se conocen estadísticas al respecto, y conforme a la experiencia se considera que su uso es mínimo, quizá no llegue a 2%. Pero es obvio que la mayoría de las empresas que la emplean son grandes.

Se piensa que las barreras principales para su aplicación son las siguientes:

- Insuficiente cultura de planeación formal.

⁴ *Idem.*

- Recursos de tiempo y costo
- Recursos de tiempo y costo Insuficiente información del mercado y la industria.
- Disponibilidad de especialistas y/o facilitadores en el tema.

La Planeación Estratégica debe llevarse a cabo para cada Unidad Estratégica de Negocio (UEN), por lo que en un primer paso habrá que analizar y definir de cuantas UEN o negocios está integrada la empresa. Asimismo, para cada UEN habrá que identificar el sector industrial al que pertenece, pues posteriormente el estudio implica un análisis de la industria en la cual se participa y otro análisis del negocio que se opera.

A través de una serie de análisis cualitativos y cuantitativos, la metodología de planeación permite obtener lo siguiente:

- Para la Industria:
 - Su grado de atracción (rentabilidad que ofrece).
 - Oportunidades y amenazas principales.
- Para el Negocio:
 - Bases de competencia
 - Variables críticas de éxito.
 - Indicadores de desempeño (financieros, operativos y no financieros).
 - Fuerzas y debilidades por área operativa.
 - Posicionamiento estratégico.
 - Impulso estratégico o estrategia general.

También con el análisis se obtiene la matriz de riesgo, tomando como bases la posición competitiva del negocio y el grado de atracción de la industria. De realizarse correctamente el análisis de planeación, esta matriz proporciona por si misma una información valiosa para la toma de decisiones estratégicas del negocio.

El análisis estratégico proporciona como resultado la identificación de las estrategias que debe adoptar el negocio para:

- Alcanzar el impulso estratégico seleccionado.

- Graduar amenazas y aprovechar oportunidades.
- Corregir o eliminar debilidades o consolidar fortalezas.
- Alcanzar los objetivos operativos y estratégicos planteados.

La planeación, no solamente en los negocios sino en cualquier actividad, es de vital importancia para reducir los riesgos inherentes, alcanzar objetivos y crear valor en la empresa. Planear es definir qué hacer y cómo hacerlo antes de actuar. Por sí misma la planeación es un proceso, sus ingredientes principales son los siguientes:

- La información.
- Ser objetiva.
- Basarse en hechos y realidades.
- Se analiza la industria, el mercado, el entorno y la empresa.

Un análisis estratégico permite detectar tendencias en la industria, cambios en el mercado, amenazas, oportunidades y el diagnóstico interno del negocio lo cual permite conocer qué área está más fuerte o débil y por qué. Al identificar lo anterior, la administración, junto con el consejo del negocio pueden tomar medidas, así como estrategias con oportunidad; con eso se aumenta la posibilidad de tener mayor eficiencia, rentabilidad y, de modo estratégico, contar con una mayor ventaja competitiva.

Por lo general, las empresas preparan un plan financiero anual (presupuesto operativo y de inversiones), eventualmente un juego de proyecciones financieras a mediano plazo, casi siempre para el requerimiento de créditos, en los cuales se debe observar el comportamiento del flujo generado por la empresa para amortizar el crédito. La realización de un análisis de planeación estratégica, permite elaborar con mayor detalle y fundamento un plan estratégico o plan de negocios (que incluye las proyecciones financieras), el cual permite al accionista, la administración y a Instituciones de crédito, futuros socios, clientes clave, etc., tener una visión más clara de la posición competitiva del negocio, junto con sus perspectivas; con esto se comunica y facilita la toma de decisiones al respecto.

1.3. Clasificación de finanzas

La actividad financiera en las organizaciones puede analizarse bajo dos premisas generales:

A) Los **servicios financieros**. Son el área de las finanzas relacionada con proporcionar asesoría y ofrecer productos financieros. Implica una gran variedad de oportunidades de carrera en la banca, en la planeación financiera personal, en las inversiones, en los bienes raíces y en los seguros.

B) **Las finanzas aplicadas a la administración de las organizaciones**. Se relacionan con las obligaciones del gerente de finanzas en una empresa. Los gerentes de finanzas administran, de manera activa, los asuntos financieros de muchas empresas: públicas y privadas, grandes y pequeñas, lucrativas y no lucrativas. En años recientes, los ambientes económico y regulativo han aumentado la importancia y la complejidad de las obligaciones del gerente de finanzas. Como resultado, muchos ejecutivos de nivel superior de la industria y del gobierno proceden del área financiera.

Otra tendencia importante es la globalización de los negocios. Las sociedades anónimas han incrementado en forma drástica sus ventas e inversiones en otros países, y las sociedades anónimas extranjeras han aumentado sus ventas e inversiones en los México.

Estos cambios crearon la necesidad de contar con gerentes de finanzas que ayuden a una empresa a manejar los flujos de efectivo en distintas divisas ya protegerse contra los riesgos que surgen normalmente en las transacciones financieras. Aunque la función de las finanzas para la administración se ha vuelto más difícil y compleja, sigue siendo una carrera gratificadora y satisfactoria.

Existe una variedad de factores que nos permiten clasificar a las finanzas, de hecho solo mencionaremos tres rubros importantes en lo que se refiere esta clasificación:

- **Finanzas corporativas**
- **Finanzas internacionales**
- **Finanzas bursátiles**

Finanzas corporativas

Las finanzas corporativas son aquellas que se encargan de definir las estrategias accionariales y de negocio así como los instrumentos de financiamiento para las empresas tanto de tamaño mediano y grande. Este tipo de finanzas representa corporativamente a empresas multinacionales ayudándoles a dirigir sus planes de inversión, la compra-venta de empresas, la apelación a los mercados de capitales en la búsqueda de financiamiento, el financiamiento bancario, como va la bolsa de valores, etc.

Finanzas internacionales

Las finanzas internacionales son un área de conocimiento que combina los elementos de finanzas corporativas y economía internacional. Las finanzas son el estudio de los flujos de efectivo. En finanzas internacionales se estudian los flujos de efectivo a través de las fronteras nacionales. La administración financiera internacional es el proceso de toma de decisiones acerca de los flujos de efectivo que se presentan en el contexto de las empresas multinacionales.

Desde la perspectiva de un economista, las finanzas internacionales describen los aspectos monetarios de la economía internacional. Es la parte macroeconómica de la economía internacional. El punto central del análisis es la balanza de pagos y los procesos de ajuste a los desequilibrios en dicha balanza. La variable fundamental es el tipo de cambio.

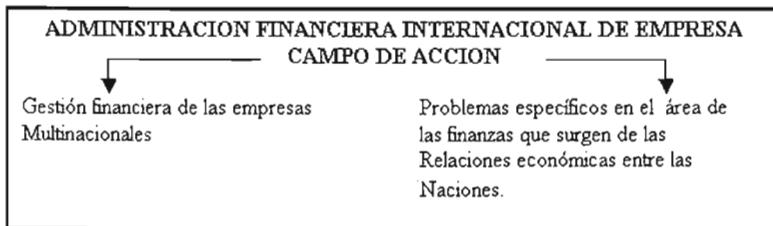
Según su origen, los tópicos de las finanzas internacionales se pueden dividir en dos grupos:

Economía Internacional y Finanzas corporativas internacionales

En los últimos 15 años, el conocimiento del área de finanzas internacionales creció enormemente. Se tiene una mejor comprensión de muchos problemas que antes parecían enigmáticos. Otras cuestiones aún constituyen objeto de controversia.

El estudio de las finanzas internacionales es parte de la formación internacional de los ejecutivos y los empresarios, importante en vista de la creciente globalización de la economía. El conocimiento de las finanzas internacionales permite al ejecutivo entender la forma en que los acontecimientos internacionales pueden afectar su empresa y qué medidas deben tomarse para evitar los peligros y aprovechar las oportunidades que ofrecen los cambios en el entorno internacional.

La Administración Financiera Internacional, en síntesis actúa directamente sobre dos campos de acción.



1.4. Finanzas bursátiles

Considerando la importancia de nuestro estudio, asignamos un punto especial a este tipo de finanzas ya que es la más apegada a nuestros objetivos.

A lo largo de los últimos años la banca bursátil y el área en finanzas corporativas en particular, han conocido un importante desarrollo. Por un lado las grandes corporaciones requieren nuevos servicios con un valor añadido por parte de los bancos con los que trabajan, y por otro lado la gran diversidad y diversificación de las operaciones financieras a las que se enfrentan las empresas exige un trato a medida y personalizado. Además, es cada vez más claro que los bancos de inversión tiene la

obligación de convertirse en bancos globales, con capacidad para responder ante cualquier demanda planteada tanto por parte de empresas como por parte de los particulares. Esta área de banca financiera combina el estudio de los productos bancarios con el funcionamiento y evolución de los medios de pago y de los mercados financieros. Temas como: mercados de capitales, mercados de renta variable, mercados de productos derivados, análisis bursátil, inversión colectiva, gestión del riesgo y sistemas de liquidación han permitido fortalecer el conocimiento de esta área.

Es importante también darse la tarea dentro de esta área el estudio a fondo de mercados financieros y bolsa de valores ya que es uno de los fenómenos mas revolucionarios de la ultima década y dentro del estudio de mercados de capitales analizar fenómenos, donde la libre circulación de capitales permite a entidades financieras y empresas buscar financiación al mejor coste posible. Si anteriormente el proceso de préstamo y deposito eran respectivamente la única alternativa de financiación y la opción mas segura de disponer de liquidez hoy en día existe un amplio abanico de atractivos.

Siendo la Bolsa Mexicana de Valores uno de los conceptos que más nos interesa dentro de este rubro, me voy a permitir elaborar una semblanza de la misma, así como en los anexos de este documento presentar una semblanza de cada una de las empresas que se consideraron para este estudio a fin de conocerlas e identificarlas en esta área de finanzas bursátiles.

La BMV (Bolsa Mexicana de Valores) es una institución privada que opera bajo concesión de la SHCP (Secretaria de Hacienda y Crédito Publico), de acuerdo con las normas de la LMV (Ley Mexicana de Valores). Sus dueños son las casas de bolsa autorizadas, donde cada una posee una acción.

La BMV representa el foro organizado en donde se llevan a cabo las transacciones del mercado de valores de México, sus funciones son:

- Proporcionar la infraestructura necesaria, así como la supervisión y servicios conexos para realizar la emisión, colocación e intercambio de valores de

títulos inscritos en el RNV (Registro Nacional de Valores), y de otros instrumentos financieros.

- Dotar de la información bursátil a los interesados en el mercado mediante sus publicaciones periódicas.
- Llevar el control administrativo de las operaciones.
- Transmitir la información respectiva a Indeval (Instituto Nacional de Depósito de Valores).
- Supervisar que las operaciones de las emisoras y de los intermediarios se apeguen a las disposiciones vigentes.
- Fomentar el desarrollo y competitividad del mercado.

Las bolsas de valores en el mundo han surgido de la necesidad que las sociedades tienen de encontrar mecanismos que apoyen y faciliten el desarrollo económico. Se conciben como una opción de inversión que proporciona a los inversionistas instrumentos para proteger y acrecentar su patrimonio, aportando recursos que a su vez servirán para el financiamiento de proyectos productivos que beneficien a las economías, creando empleos y generando riqueza.

La bolsa mantiene el sistema e interviene como árbitro, no sólo desde sus instalaciones de Reforma, sino desde su sede alterna situada en Pachuca, Hidalgo. Con objeto de automatizar el mercado sus participantes crearon *Bursatec*, que es un proveedor de sistemas cuyo propósito es el cuidado del mercado electrónico de la BMV, y el del Instituto del Mercado de Derivados, así como de sus redes de comunicación de datos y de las terminales de negociación en las casas de bolsa. Su sistema de corretaje en línea compite con *Patagon* y *Tibco* (filial de *Reuters*), y su software de manejo interno de órdenes con *Bloomberg* y *Reuters*.

Las vías que sigue una orden de compraventa de un cliente pueden ser dos, ya sea que ésta se dé a través de teléfono, o bien, por Internet; cualquiera que fuera el camino una vez que ésta es recibida pasa al sistema de gestión interna de la casa de bolsa para luego ingresar al sistema BMV-SENTRA que es el mercado de valores electrónico en donde participan las 31 casas de bolsa y los centros de monitoreo de

la BMV.

El área de sistemas de la bolsa nunca descansa, existen turnos permanentes que se encargan de dar mantenimiento a la plataforma principal de informática situada en el D. F., y de respaldar la información del centro anexo situado en Pachuca con objeto de que el complejo arranque sin problemas a la hora indicada. El sistema soporta el procesamiento de miles de operaciones que se realizan diariamente dotándolas de transparencia y de respuesta en tiempo real.

Cuando un operador se acerca temprano por la mañana a su computadora y teclea su clave de acceso confidencial, el sistema de inmediato lo conecta con la operación de la BMV, pudiendo consultar los cierres de precios de la sesión anterior, las tasas de interés para los instrumentos de deuda, la situación de las acciones y obligaciones, la información relevante de las emisoras y de otros mercados. A esta hora ya se conocen los cierres de los mercados de Oriente: Bangkok, Hong Kong, Seúl, Singapur y Tokio. La jornada en los mercados europeos que está en operación también puede ser consultada. A las 08:30 hrs. inicia la operación bursátil, apareciendo en los monitores de las computadoras una señal con la que arranca la sesión; los operadores presentan sus ofertas de compraventa de manera instantánea, únicamente seleccionando en la pantalla los nombres de los valores a negociar e ingresando la cantidad de títulos, así como el precio a los que están dispuestos a hacer su transacción. Aunque en el mercado electrónico no existen recesos, los operadores pueden darse de vez en cuando un descanso para informarse de noticias relevantes que con anterioridad no habían podido consultar.

No puede dejarse pasar ninguna recomendación, el departamento de análisis elabora información que es necesario tomar en cuenta, ya que en este mercado cualquier factor: inflación, tasas de interés, tipo de cambio, nivel de circulante, reservas internacionales, actividad comercial, cambios tecnológicos, fenómenos naturales y climáticos, decisiones gubernamentales, asuntos político-internacionales y nacionales, tendencias demográficas, etcétera, pueden influir en la operación de las empresas, por lo que es necesario estar constantemente informado para actuar con oportunidad.

Como efecto de la globalización de la economía y del desarrollo de nuevas

tecnologías en informática y comunicaciones, los mercados de valores se han internacionalizado. Hoy en día la BMV compite con sus similares en el resto del mundo y está dentro de este sistema, altamente interconectada, siendo influenciada e influenciando en los mercados globales. La competencia en los mercados es brutal y para ello es necesario ser más eficiente, competitivo y confiable, con el propósito de retener y atraer emisoras, capitales e inversionistas.

La BMV está situada entre las 30 bolsas de valores más importantes del mundo y es una de las principales, entre los llamados “mercados emergentes”.

Las bolsas de valores crean mercados eficientes, que destinan fondos para ser usados de forma productiva. Esto resulta cierto en el caso de aquellos valores que se comercializan activamente en las principales bolsas donde la competencia entre los inversionistas, que buscan maximizar la riqueza, determina y da a conocer los precios, los cuales se supone se encuentran cerca del valor real o de mercado. El precio del valor individual es determinado por lo que se compra y se vende, o por la oferta y la demanda para el valor.

La bolsa mexicana de valores emite periódicamente información de las empresas que cotizan en ella, esta información financiera está constituida entre otros puntos por los estados financieros de cada empresa, y es aquí donde nuestro estudio se centra para determinar el costo de capital de nuestras empresas de estudio.

Resumen de contenido

Las finanzas son parte esencial de toda organización, algunos la describen como el arte y la ciencia de administrar dinero. De hecho su principal función es el uso óptimo de los recursos económicos. Para comprender su evolución en la práctica organizacional es posible dividirla en cinco etapas, las mismas que van desde el instrumento simple dentro del proceso contable, pasando por un plano de herramienta para el proceso de planeación estratégica hasta el manejo de las finanzas de índole internacional y multinacional.

Las finanzas son un área extensa dentro del conocimiento de una sociedad cosmopolita como la nuestra, por lo tanto para estudiarlas es necesario clasificar su variedad dentro de la práctica. Encontramos que existen finanzas públicas y privadas; así como finanzas personales y organizacionales. Pero para nuestro objeto de estudio nos permitimos clasificarla en tres principales rubros: Corporativas, internacionales y bursátiles. Estas últimas resaltan en gran importancia para el estudio y para ello consideramos también una semblanza del Bolsa Mexicana de Valores.

El trabajo del administrador financiero está definido no solo por las funciones de cada una de las áreas que pueda comprenderse en la organización, sino también por la gran responsabilidad que salvaguarda en la obtención y aplicación del recurso monetario y de papel dentro y fuera de las organizaciones, por ello hay conceptos que vale la pena subrayar como la estrategia financiera y la globalización en que emergen las instituciones y las empresas.

Por último, las funciones de las finanzas se ven reflejadas en dos áreas muy importantes:

Tesorero: que será el responsable de la administración de las actividades financieras, así como la planeación financiera y la obtención de fondos y la toma de decisiones en Inversiones de capital y el manejo de efectivo, del crédito y del fondo de pensiones.

Contralor: es el que dirige por lo general las actividades de contabilidad, tanto corporativa financiera y de costos, así como el manejo de impuestos.

Capítulo II

FUENTES DE FINANCIAMIENTO

- 2.1 Conceptos Básicos.
- 2.2 Fuentes de Financiamiento.
- 2.3 Fuentes internas de financiamiento.
- 2.4 Fuentes externas de Financiamiento.
 - 2.4.1 Apalancamiento y su entorno en el caso México.
- 2.5 Principales instituciones de Financiamiento.
 - 2.5.1 Organismos reguladores.
 - 2.5.2 Banca comercial.
 - 2.5.3 Banca de Desarrollo.
 - 2.5.4 Instituciones de Apoyo en el Financiamiento.

2. FUENTES DE FINANCIAMIENTO

2.1 Conceptos Básicos.

2.2 Fuentes de Financiamiento.

2.3 Fuentes internas de financiamiento.

2.4 Fuentes externas de Financiamiento.

2.4.1 Apalancamiento y su entorno en el caso México.

2.5 Principales instituciones de Financiamiento.

2.5.1 Organismos reguladores.

2.5.2 Banca comercial.

2.5.3 Banca de Desarrollo.

2.5.4 Instituciones de Apoyo en el Financiamiento.

Las organizaciones juegan un papel importante dentro de la dinámica social, constantemente en la misión de cumplir con la satisfacción de las necesidades del mercado están inmersos en el desarrollo de múltiples proyectos, mismos que demandan recursos de toda índole, especialmente financieros.

Para ello las organizaciones necesitan por un lado retroalimentarse de estos recursos y también por otro lado buscar de manera externa los mismos. Este es el objeto de la presente unidad, desarrollar la importancia del financiamiento de las organizaciones, mismo que sirve para el logro de sus proyectos.

Es prácticamente imposible que una empresa subsista sin el financiamiento externo, esto es que se desarrolle exclusivamente con los recursos que se van generando por la propia operatividad ordinaria

Considerando que la organización cuenta con ciertas alternativas de financiamiento es también parte de este tema el analizar las principales instituciones de crédito, así como aquellas que regulan dicha práctica formal, sin duda alguna es importante que todo empresario conozca estos rubros para poder

asistirse a esta necesidad, que demandan las empresas tanto pequeñas como grandes consorcios.

2.1. Conceptos básicos

Para iniciar con el tema de este capítulo primero estableceremos el concepto de financiamiento para lo cual nos remitimos a diferentes fuentes.

En el diccionario económico⁵ encontramos que el concepto de financiamiento es concebido como capital en forma monetario, es decir como fondos dados o tomados en préstamo normalmente destinados a la capitalización, a través de los mercados e instituciones financieras. En el habla común se refiere a fondos provenientes de cualquier fuente que se destinan a emprender cualquier gasto.

Por otro lado es considerado como "la adquisición de recursos para obtener los bienes tangibles y/o los elementos monetarios necesarios para: perfeccionar la organización, unir sus operaciones y permitir su conformidad hasta que la empresa se sostenga por sí misma".⁶

De hecho el financiamiento comprende todas aquellas actividades encaminadas a proveer el capital necesario para la organización de las empresas o bien, para el desenvolvimiento de sus funciones. En consecuencia, la función del financiamiento es sencillamente el esfuerzo para proporcionar los recursos que necesitan las empresas en las condiciones más favorables para ellas.

El concepto financiamiento hace resaltar la esencia de la función financiera que consiste en mantener al negocio con el capital necesario para lograr sus metas.

⁵ The dictionary of modern economics ed D. W., Pearce, Macmillan, reference books, 1984.

2.2. Fuentes de financiamiento

Las fuentes de financiamiento están representadas por las *personas e instituciones* que son capaces de proveer el capital para el financiamiento de las empresas.⁶

El financiamiento tiene dos grandes fuentes: interna y externa: el primero proviene de los propios inversionistas o socios de las empresas, y el segundo se obtiene a través del sistema bancario o instituciones especializadas en financiamiento de empresas.

Toda fuente de financiamiento implica un desembolso inicial para el inversionista (bancos, accionistas, obligaciones, etc.) y una captación para la empresa. También, dicha fuente de financiamiento implica recepciones periódicas para el inversionista y desembolsos de la misma magnitud para la empresa.

En la toma de decisiones para el financiamiento es necesario establecer la mezcla de financiamiento a corto y a largo plazo pero también es importante, determinar cuales son las mejores fuentes individuales del mismo financiamiento ya que la necesidad dista mucho de estas necesidades pero algunas requieren un análisis más profundo de las alternativas financieras, sus costos y sus implicaciones a largo plazo. Lógicamente para el logro de su objetivo de la empresa.

2.3. Fuentes internas de financiamiento

Dentro de las fuentes internas encontramos:

Las *acciones preferentes*, son aquellas que representan una parte del capital social de una compañía, pero que, a diferencia de las acciones comunes, tiene su

⁶ Antonio A. Arroyo, Dirección Financiera, Arroyo Antonio M, Prat Margarita, "Dirección Financiera", 3ª. Ed. España, Deusto, 2003, pp. 430

rendimiento o dividendo garantizado y a cambio de este privilegio tienen limitaciones en la participación de la administración de la empresa.

La garantía del rendimiento o dividendo a este tipo de acción, permanece aun cuando en algún ejercicio la empresa no haya tenido utilidades, ya que en cuanto ésta vuelva a generarlas se aplicarán preferentemente al pago de los dividendos de las acciones preferentes.

Esta forma de financiamiento es utilizada en los casos en que no se desee o no se puedan aumentar los pasivos de la empresa (capacidad de crédito limitada) y los actuales accionistas no quieran perder o compartir su control sobre la misma.

Las acciones comunes. Son aquellas aportaciones por parte de los accionistas, que generalmente son motivadas por cualquiera de las siguientes razones:

- Percepción de dividendos.
- Especulación, es decir, las acciones son compradas con la intención de venderlas posteriormente y obtener una fuerte utilidad en la venta.
- Obtención de fuente de trabajo, esto es, con la adquisición de acciones comunes se puede aspirar a un puesto (consejero, asesor, etc.) con el cual se obtendría un sobre-sueldo y parte de los gastos personales del accionista serían absorbidos por el negocio.

Razones por la cuales complican obtener el costo de dichas acciones, ya que se debe precisar el hecho de no poder pronosticar con exactitud los dividendos que en un futuro la empresa pagaría a sus accionistas. No obstante estas dificultades, se han desarrollado algunos métodos para evaluar el costo de esta alternativa de financiamiento.

Las **utilidades retenidas** son recursos generados internamente por la empresa. Este hecho ha originado que muchas empresas consideren su costo erróneamente como cero.

Sin embargo al evaluar el costo de estos recursos debemos considerar los posibles usos que éstos pueden tener como son: ser reinvertidos en la empresa, o ser repartidos a los accionistas. Para el primer caso, se espera que el rendimiento obtenido sea el mismo que el del capital común, ya que para el accionista representan una inversión similar.

Para el segundo caso, el costo de las utilidades retenidas puede ser considerado como un costo de oportunidad el cual está representado por el rendimiento que podría lograr el accionista al haber invertido el dividendo no recibido en otra alternativa de inversión.

2.4. Fuentes externas de financiamiento

Una de las fuentes de financiamiento mas utilizadas por una empresa son los **proveedores**, los cuales se pueden clasificar en dos tipos: aquellos que conceden descuentos por pronto pago y aquellos que no lo conceden. Si además estos últimos no cobran intereses, entonces, su costo de financiamiento es cero.

Como el costo de los proveedores que no conceden descuentos por pronto pago y además no cobran intereses, no necesita ser evaluado, entonces, se opta por analizar la forma como debe ser calculado el costo de los proveedores que si lo otorgan.

En cuanto a los **créditos bancarios** a corto y largo plazo, la mayoría de las veces estos se otorgan en forma directa, esto es, sin ninguna garantía real y después de que la institución de crédito ha considerado que la empresa es sujeta de crédito.

El costo principal de este recurso es el interés que la empresa habrá de pagar a la institución de crédito por utilizar sus fondos. Normalmente, estos intereses son cobrados por anticipado por el otorgante del crédito. Además de este costo, es

frecuente que las instituciones bancarias soliciten a sus clientes que mantengan un nivel promedio en cuentas de cheques como "reciprocidad" o "compensación".

Este factor que para la empresa significa inmovilización de recursos, también se deberá tomar en cuenta al evaluar el costo de este recurso. Finalmente, es posible que al solicitar un préstamo se incurra en gastos, los cuales normalmente son por cuenta del cliente, tales como comisiones de apertura de crédito y otro tipo de cargos que pudieran ser de importancia.

Las características principales de una deuda incluyen el rendimiento fijo, la prioridad de derechos sobre los activos, el privilegio de redención y el método de retiro de la deuda, se pueden lograr reducciones periódicas de la deuda mediante la emisión de bonos, al financiarse con deuda a largo plazo la compañía tiene que discutir con los inversionistas las condiciones del instrumento de deuda.

Otra de las alternativas de financiamiento a largo plazo son las **obligaciones** (bonos, letras de cambio, certificados, entre otros) por medio de las cuales se captan fondos del público inversionista al cual se le garantiza a cambio un rendimiento determinado. Estas obligaciones representan para la empresa emisora una deuda, la cual se pagaría en varias amortizaciones periódicas.

El costo principal de esta alternativa de financiamiento son los intereses que pagaran las obligaciones a sus tenedores. Sin embargo toda emisión de obligación lleva implícitos una serie de gastos entre los cuales podemos resaltar los siguientes:

- Honorarios de un profesionista independiente por la elaboración del estudio técnico económico-financiero que por ley requiere la Comisión Nacional de valores
- Impresión del prospecto de la emisión
- Honorarios al notario por la protocolización del acta de la emisión
- Registro del acta en el registro público

- Comisión del colocador primario
- Inscripción en bolsa de valores y registro de valores
- Impresión de certificados provisionales en papel seguridad
- Impresión de los títulos definitivos y sus cupones

Los **créditos hipotecarios** son créditos que las instituciones bancarias otorgan a un plazo mayor de una año (3 a 10) y en los cuales los activos de la empresa son utilizados para garantizar la devolución del préstamo.

En la evaluación de esta alternativa de financiamiento se van a considerar diferentes situaciones tales como: tasas flotantes, ambientes inflacionarios y cambios de paridad; las cuales afectan significativamente el costo de este pasivo.

Otra forma que la empresa utiliza para financiarse a largo plazo, es lo que se conoce o **arrendamiento financiero**. Mediante esta forma de financiamiento, la empresa adquiere los servicios de un activo a cambio de una renta, la cual es pagada al arrendador durante un período previamente establecido en el contrato. Al término de éste, la empresa tiene la opción de: 1) Prorrogar el contrato por un plazo cierto, con pagos inferiores a los del contrato inicial, 2) Adquirir el equipo por una cantidad inferior al valor del mercado, 3) Enajenar el equipo a un tercero y 4) alguna otra opción, con autorización de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

El financiamiento también lo podemos obtener mediante **crédito**, el cual lo podemos definir como: "operación de préstamo de recursos financieros por confianza y análisis de un sujeto o empresa disponible contra una promesa de pago".⁷

El crédito también lo podemos definir como la confianza dada ó recibida a cambio de un bien ó servicio; ese mismo coloca a la persona en una obligación por parte

⁷ J. Gitman, Lawrence, "Fundamentos de administración financiera", Ed., Prentice Hall, México, 2000, pp. 593.

del adeudo contraído a pagar y también da el derecho de pago al vendedor del valor.

Su puede decir en resumen que el crédito es la confianza, buena voluntad y solvencia en la posibilidad de un individuo en lo que se refiere al cumplimiento de una obligación contraída.

Por lo tanto al concertar un crédito, sabemos que cada operación implica un riesgo que debemos ser capaces de evaluar y escoger entre lo superficial y lo sustancial, para emitir juicios firmes e imparciales que deberían traducirse en decisiones que nos permitan asumir una responsabilidad.

Moralidad, Capacidad, Capital y Finalidad, son los elementos fundamentales que deben ser analizados para determinar los riesgos del crédito; quizás existan algunos otros factores que puedan tener influencia sobre el comportamiento de éstos.

Las empresas, entidades, personas con características particulares, hacen que ninguna sea igual a otra, aunque operen en el mismo giro, motivo por el cual los criterios que deben emplearse para analizarlas con fines de otorgamiento de crédito, deben atender también las características específicas de cada una de ellas y al entorno en que operan y por consiguiente, conviene destacar aquellos factores de cualidad que las distinguen, para cuantificar su desarrollo, potencial económico y financiero que les permitirá hacer frente a sus obligaciones.

Como consecuencia de lo anterior, es necesario hacer un estudio cualitativo de las empresas, además del análisis frío de los aspectos numéricos ó cuantitativos que verificarán que las apreciaciones de cualidad tienen un impacto en el buen desempeño de la empresa y que son representativos de la capacidad empresarial de sus administradores.

Los principios básicos del crédito son:

- El tipo de cliente debe corresponder al mercado objetivo definido por la institución ya que la evaluación y administración es completamente distinta
- El mercado objetivo debe al menos definir un mercado objetivo de clientes a operar, el riesgo que esta dispuesto a aceptar, la rentabilidad mínima con que se trabajará, el control y seguimiento que se tendrán

Salvo excepciones no debe otorgarse crédito a empresas sin fines de lucro, como cooperativas, clubes, etc

Pero algunas de las políticas mas importantes de los créditos a considerar son

- una evaluación profunda tanto de sus aspectos cualitativos como cualitativos
- el comportamiento pasado del cliente tanto como cliente de la misma institución como de las demás instituciones
- La decisión crediticia se la debe tomar en base a antecedentes históricos o presentes.
- Es necesario considerar en los análisis de crédito diferentes consideraciones que se pueden dar con el fin de anticipar los problemas.
- Después de haber realizado un análisis concienzudo del crédito es necesario tomar una decisión por lo que se recomienda escoger 4 o 5 variables de las tantas que se dieron para su elaboración
- en casos de garantía, debe tratarse en la mejor forma posible tener la mejor garantía y que tenga una relación con el préstamo de 2 a 1 esto con el fin de poder cubrirlo ampliamente.

Algunas consideraciones de importancia que se deben tomar en cuenta para adquirir un crédito:

- las variables macroeconómicas que afectan a un país, tales como políticas de incentivo a importaciones o exportaciones, políticas tributarias, costo del dinero, movimiento de capital de entes capitalistas, política monetaria, precios internacionales, conflictos internacionales, inflación, crecimiento económico de un país, pobreza y subdesarrollo, dependencia de otros países, desarrollo social de un país, huelgas sindicales o problemas sociales, etc.
- Otras de las variables de mucha importancia es el análisis del sector de la empresa, variables como vulnerabilidad del sector, desarrollo, F.O.D.A., dependencia de otros sectores, estancamiento por diferentes razones, poco incentivo del gobierno, poco interés por parte de inversionista, fuerte inversión inicial, etc.
- De preferencia se debe analizar balances de las tres últimas gestiones
- Balance con antigüedad no mayor a 6 meses
- Calificación de la auditoría, hay que tener en cuenta que no todos los auditores califican
- Los comentarios deben ser de fondo y no de forma, deben permitirnos identificar las causas y dar respuestas sobre el rubro.
- Los comentarios de los balances deben responder a los por qué?
- Deben analizarse los balances consolidados en caso de grupos Económicos manteniendo cuidado de consolidar cada una de las cuentas.

Palanca o apalancamiento financiero es una herramienta, técnica o habilidad del administrador, para utilizar el costo por intereses financieros, para maximizar utilidades netas por efecto de los cambios en las utilidades de operación de una empresa. Es decir, los intereses por préstamos actúan como una PALANCA, contra la cual las utilidades de operación trabajan para generar cambios significativos en las utilidades netas de una empresa.

Por lo tanto la Palanca Financiera, también debe entenderse, como la utilización de fondos obtenidos por préstamos a un costo fijo máximo, para maximizar utilidades netas de una empresa. Se maneja una fórmula para calcularla, la cual es:

$$AF = \left[\frac{UO}{UO-IF} \right] 100$$

Donde:

AF = Apalancamiento o palanca financiera.

UO = Utilidad de operación.

IF = Intereses financieros.

Podemos mencionar diferentes tipos de apalancamiento como son:

- a) *Palanca financiera positiva*: Cuando la obtención de fondos provenientes de préstamos es PRODUCTIVA, es decir, cuando la tasa de rendimiento que se alcanza sobre los Activos de la empresa, es MAYOR a la tasa de Interés que se paga por los fondos obtenidos en los préstamos.
- b) *Palanca financiera negativa*: Cuando la obtención de fondos provenientes de préstamos es IMPRODUCTIVA, es decir, cuando la tasa de rendimiento que se alcanza sobre los Activos de la empresa, es MENOR a la tasa de Interés que se paga por los fondos obtenidos en los préstamos.
- c) *Palanca financiera neutra*: Cuando la obtención de fondos provenientes de préstamos llega al PUNTO DE INDEFERENCIA, es decir, cuando la tasa de rendimiento que se alcanza sobre los Activos de la empresa, es igual a la tasa de Interés que se paga por los fondos obtenidos en los préstamos.
- d) *Apalancamiento total*: "Es el reflejo en el resultado de los cambios en las ventas sobre las utilidades por acción de la empresa, por el producto del

apalancamiento de operación y financiero⁸. La fórmula del apalancamiento total es:

$$AT = \left[\frac{UV (PV - CV)}{UV (PV - CV - CFT - IF)} \right] 100$$

Riesgo total: "Es el peligro o inseguridad de no estar en condiciones o capacidad de cubrir el producto del riesgo de operación y riesgo financiero"⁹, entonces, el efecto combinado de los apalancamientos de operación y financiero, se denomina apalancamiento total, el cual está relacionado con el riesgo total de la empresa.

Cuando una persona física o una sociedad pretende realizar la compra de una empresa cotizada en la bolsa, disponen de dos formas para llevarla a cabo, una de ellas es pagando en efectivo el precio acordado y a otra es a través de la compra de los valores emitidos por la empresa. En cualquiera de las dos no siempre se dispone de dinero suficiente para llevar a cabo la transacción, por lo que se recurre al endeudamiento, mismo que provocara una carga financiera que deberá ser considerada en los resultados de la inversión. Para calcular la capacidad de endeudamiento de que disponga la empresa compradora recurrirá al apalancamiento o *leveraged* financiero. Esto pondrá de manifiesto el aprovechamiento que la empresa pueda hacer de los recursos ajenos en contraposición de los propios siempre y cuando se cumpla con dos condiciones básicas

1. Que la rentabilidad de la inversión sea superior al costo del endeudamiento
2. Que el flujo financiero sea suficiente para pagar sus deudas

⁸ Gitman J., Lawrence, "Principios de Administración Financiera", 8° Ed., Prentice Hall, México, 2000, pp. 593.

⁹ Jhonson W., Robert y Melicher W. Ronald, "Administración Financiera", 5° Ed., México, CECSA, 1993, pp. 706.

Las compra apalancadas se refieren entonces al proceso que realiza un inversionista cuando adquiere una empresa con el fin de reestructurarla para después revenderla, obteniendo una ganancia de por medio

Como en toda compra que hace una empresa, sea esta apalancada o no, será necesario estimar el calculo del flujo futuro de la empresa que se desea adquirir, ya que este demostrara la plusvalía de la inversión que se espera concretar, de esta forma el apalancamiento esta ligado a la capacidad de la empresa para generar los rendimientos suficientes y hacer frente al costo financiero del endeudamiento.

2.4.1. Apalancamiento y su entorno en el caso de México

El apalancamiento tiende a mostrar que tanto a nivel microeconómico como a nivel macroeconómico las empresas encuentran conveniente el endeudarse. Este principio de administración microeconómico subraya la posibilidad de las empresas de aumentar su rentabilidad financiera a través del endeudamiento y se encuentra así ligado al desarrollo de una economía de endeudamiento.

Específicamente el endeudamiento de las empresas mexicanas puede ser explicado como una necesidad funcional ante la debilidad de su capacidad de autofinanciamiento. Son tres los elementos que el efecto de apalancamiento alentó el endeudamiento de las empresas mexicanas:

- ✓ el tratamiento fiscal
- ✓ el costo de la deuda;
- ✓ la inflación

Sin embargo, el endeudamiento aumenta el riesgo de la empresa. El análisis de la relación entre endeudamiento y riesgo funda la interpretación tradicional de la estructura financiera

La influencia de la inflación en el nivel de endeudamiento de las empresas puede apreciarse a través de su incidencia sobre el costo del crédito bancario. Este último debe ser evaluado a partir de la tasa de interés real. En efecto, las tasas de interés nominales incorporan el alza de los precios y están en consecuencia ligadas directamente a la evolución de la tasa de inflación. Puesto que la tasa de interés nominal es igual a la tasa de interés real más un elemento representativo de la inflación anticipada, la tasa de interés real constituye entonces el indicador adecuado del costo del endeudamiento de las empresas en período de inflación.

El aspecto fiscal constituye un factor de orden práctico que influye de manera importante en la decisión de endeudamiento de las empresas. En efecto, las disposiciones fiscales ligadas a la posibilidad de deducir los pagos de intereses del beneficio sometido al impuesto sobre la renta, pueden alentar la demanda de crédito de las empresas.

Tratemos de visualizar este problema desde dos puntos importantes en primer lugar, de que manera un tratamiento fiscal diferente de los intereses de la deuda y de los dividendos, puede favorecer el financiamiento por medio de préstamos en perjuicio del financiamiento por la emisión de acciones, en segundo lugar, las medidas recientes que han sido tomadas en México para acrecentar la neutralidad del sistema fiscal de esos dos modos de financiamiento.

El sistema fiscal puede favorecer el financiamiento por préstamo si un régimen fiscal diferente es aplicado al endeudamiento y a los capitales propios. Este es el caso cuando los intereses pagados pueden deducirse del monto del beneficio sometido al impuesto sobre la renta, mientras que los dividendos no pueden ser reducidos. Efectivamente, en éste caso la remuneración de los acreedores es un costo de explotación deducible del beneficio antes de impuestos, mientras que la remuneración de los accionarios se efectúa a partir del ingreso de la empresa una vez pagado el impuesto sobre la renta.

La importancia de éste tratamiento fiscal diferente puede ponerse en evidencia por medio del ejemplo siguiente: si el impuesto sobre la renta es igual a 50%, la

posibilidad de deducir el pago de los intereses del monto del beneficio, representa para la empresa un ahorro igual a la mitad de los intereses pagados, ó lo que es lo mismo, la tasa de interés se divide por dos.

La desigualdad de éste tratamiento fiscal de éstos dos modos de financiamiento, endeudamiento y fondos propios, puede ser reforzada en el caso de que exista una doble imposición de los beneficios distribuidos. Es decir, en el caso en el que se efectúe primero, una imposición de los beneficios de la empresa a título del impuesto a las sociedades y después, una vez efectuada la distribución de dividendos, una imposición de los beneficios de los accionarios, a título del impuesto sobre el ingreso de las personas físicas.

Los factores de endeudamiento de las empresas que están ligados al medio ambiente macroeconómico, mostró que:

- A) La inflación tuvo una influencia contrastada sobre su endeudamiento.
- B) La asimetría entre la fiscalidad de los intereses de la deuda y de los dividendos ha alentado el endeudamiento de las empresas en México.

El endeudamiento de las empresas puede entonces explicarse como una consecuencia del deseo de maximizar su rentabilidad, en consecuencia, la búsqueda de una estructura óptima de financiamiento puede ser considerada como un factor explicativo del endeudamiento de las empresas a nivel microeconómico. Ahora bien, la toma en consideración de la existencia de costos de agencia y de la asimetría de información permite a la teoría contemporánea de la estructura del capital de establecer esa estructura óptima, aportando así elementos útiles a la comprensión del comportamiento de endeudamiento de las empresas mexicanas.

2.5. Principales instituciones de financiamiento

Para poder darle explicación a el financiamiento hablaremos en primera instancia de un Sistema Financiero, el cual entendemos como una organización ya sea una empresa privada o pública, el gobierno o algún particular que tratan de canalizar sus necesidades de superávit o por déficit de recursos financieros al mercado que los utilice eficientemente.

Este Sistema Financiero está teóricamente dividido en dos tipos de mercados:¹⁰

- El Mercado de Capitales y
- El Mercado de Dinero

El Mercado de Capitales, mercado de largo plazo en el que no se considera capital a la concepción contable de las aportaciones de los socios de una empresa, sino a esto más todos los instrumentos de inversión y financiamiento a largo plazo, préstamos bancarios a largo plazo, obligaciones, certificados de participación y otros instrumentos.

El Mercado de Dinero, mercado de corto plazo al que acuden oferentes que tienen dinero temporalmente ocioso, y demandantes que tienen que satisfacer los requerimientos de su capital de trabajo.

En México a través de sus diferentes épocas y ante sus muy diversas crisis, el Sistema Financiero Mexicano a tratado de dar respuesta a las necesidades de la sociedad a través de distintos intermediarios. Señalando un Nuevo Sistema Financiero Mexicano, el cual no implica un cambio radical en la estructura del sistema en si que ha venido operando, se refiere a la nueva dirección que se va a tomar este, una mentalidad más agresiva, profesional, eficiente y de mayor calidad, y por ende más competitiva.

¹⁰ VILLEGAS Hernández, Eduardo y Ortega Ochoa Rosa María, "Sistema Financiero de México", 1ª. Ed., Mc Graw Hill, México, 2002, pp.346.V

México tiene ahora una legislación perfectible que le permite tener estructuras organizadas en un Sistema Financiero que sea capaz de competir y asociarse con capital internacional. La base de esta capacidad se la dan las agrupaciones financieras, la banca, las casas de bolsa, las nuevas organizaciones auxiliares de crédito y el potencial de desarrollo de estas organizaciones unidas a las de seguros y fianzas.

En el siguientes cuadro (2.1) se trata de visualizar el Sistema Financiero Mexicano, como podremos observar partimos en los primeros niveles con las instituciones reguladoras del sistema, marcados en cuadros sombreados. Estas instituciones posteriormente se describirán de manera breve, también se hace referencia a la banca comercial (cuadros resaltados) y a la banca de desarrollo y sus principales tipos de crédito.

2.5.1. Organismos reguladores

Estas instituciones que mencionaremos a continuación tienen como objetivo marcar los lineamientos de operación del Sistema Financiero Mexicano.

2.5.1.1 Secretaría de Hacienda y Crédito Público

Esta institución es el organismo del gobierno federal que representa la máxima autoridad dentro de la estructura del sistema financiero y tiene a su cargo, entre otras, las funciones establecidas en las normas siguientes:

La Ley Orgánica de la Administración Pública Federal establece en su artículo 31, fracciones VII y VIII, que a la SHCP le corresponde el despacho de los siguientes asuntos:

- Planear, coordinar, evaluar y vigilar el sistema bancario del país que comprende al Banco Central, a la Banca Nacional de Desarrollo y las demás instituciones encargadas de prestar el servicio de banca y crédito.
- Ejercer las atribuciones que señalen las leyes en materia de seguros, fianzas, valores y de organizaciones y actividades auxiliares del crédito.

Reglamento Interior de la SHCP (Diario Oficial de la Federación del 17 de enero de 1989):

Artículo 30. "Compete a la Dirección General de Seguros y Valores.

- I. Formular, para la aprobación superior, las políticas de promoción, regulación y supervisión de las Instituciones de Seguros y Fianzas y para el **deposito de valores**, de las **sociedades de inversión**, de las **casas de bolsa** y de las **bolsas de valores**, de las **organizaciones auxiliares del crédito** y **casas de cambio**, así como las relativas a la planeación, coordinación, operación y evaluación de los citados

intermediarios financieros, cuando no siendo de fomento, corresponda su coordinación a la Secretaría.

- II. Proponer, para aprobación superior, las actividades de planeación, coordinación, vigilancia y evaluación de los intermediarios financieros a que se refiere la fracción I de este artículo y que corresponde a la coordinación de la Secretaría”.

2.5.1.1. Comisión Nacional Bancaria y de Valores

Este organismo fue creado en enero de 1925, por decreto presidencial, con la finalidad de supervisar el funcionamiento de las instituciones financieras afiliadas y así garantizar transparencia en sus operaciones. Depende directamente de la SHCP.

Las Facultades que le corresponde a la comisión entre otras se encuentran las siguientes:

- Realizar la supervisión de las entidades, así como de las personas físicas y morales cuando realicen actividades previstas en las leyes relativas al sistema financiero.
- Dictar normas de registro de operaciones.
- Emitir disposiciones de carácter general que establezcan las características y requisitos que deberán cumplir los auditores de las entidades, así como sus dictámenes.
- Fungir como órgano de consulta del gobierno federal en materia financiera.
- Dar atención a las reclamaciones que presenten los usuarios y actuar como conciliador y árbitro, así como proponer la designación de árbitros en conflictos originados por las operaciones y servicios que hayan contratado las entidades con su clientela de conformidad con las leyes correspondientes.
- Determinar o recomendar que se proceda a la amonestación, suspensión, veto o remoción y, en su caso, inhabilitación de los consejeros, directivos, comisarios, delegados fiduciarios, apoderados, funcionarios y demás personas

que puedan obligar a las entidades de conformidad con lo establecido en las leyes que las rigen.

- Ordenar la suspensión de operaciones de las entidades de acuerdo con lo dispuesto en la LMV.
- Determinar los días en que las entidades deberán cerrar sus puertas y suspender operaciones.
- Elaborar y publicar estadísticas relativas a las entidades y mercados financieros.
- Celebrar convenios con organismos nacionales e internacionales con funciones de supervisión y regulación similares a las de la comisión, así como participar en foros de consulta y organismos de supervisión y regulación financieras a nivel nacional e internacional.
- Llevar el RNVI y certificar inscripciones que consten en el mismo.
- Autorizar, suspender o cancelar las inscripciones de valores y especialistas bursátiles en el RNVI, así como suspender la citada inscripción por lo que respecta a las casas de bolsa.
- Supervisar a los emisores de valores inscritos registrados en el RNVI respecto de las obligaciones que les impone la LMV.
- Emitir las reglas a las que deberán sujetarse las casa de bolsa al realizar operaciones con sus accionistas, consejeros, directivos y empleados.
- Autorizar y vigilar sistemas de compensación, de información centralizada, calificación de valores y otros mecanismos tendentes a facilitar las operaciones o perfeccionar el mercado de valores.
- Ordenar la suspensión de cotizaciones de valores cuando en su mercado existan condiciones desordenadas o se efectúen operaciones no conformes a sanos usos o practicas.
- Las demás facultades que se le estén atribuidas por la LMV por la Ley Reglamentaria de la Fracción XIII Bis del Apartado B, del Artículo 123 de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos y por otras leyes.

2.5.1.2. Banco de México

El artículo 28, párrafo sexto, de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos dice:

El Estado tendrá un banco central que será autónomo en el ejercicio de sus funciones y en su administración. Su objetivo prioritario será procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, fortaleciendo con ello la rectoría del desarrollo nacional que corresponde al Estado...

En 1993 se otorgo la autonomía al Banco de México mediante la reforma constitucional, en donde se explico, en la exposición de motivos, que su objetivo principal es: construir una salvaguarda contra futuros brotes de inflación.

La autonomía del banco central se apoya en tres fundamentos:

1. Su independencia para determinar el volumen de crédito primario que pueda ser concedido.
2. La independencia que se ha otorgado a las personas que integren su junta de gobierno.
3. La independencia administrativa de la institución.

Funciones principales

- Regular la emisión y circulación de moneda y fijar tipos de cambio en relación con divisas extranjeras.
- Operar como cámara de compensación de las instituciones de crédito.
- Construir y manejar las reservas que se requieran para las funciones antes mencionadas.
- Revisar las soluciones de la CNBV.
- Prestar servicio de tesorería al gobierno federal.

- Representar al gobierno en el Fondo Monetario Internacional y en todo organismo multinacional que agrupe bancos centrales.

2.5.1.3. Instituto de Protección al Ahorro Bancario (IPAB)

Es un organismo descentralizado de la Administración Pública Federal, con personalidad jurídica y patrimonio propios, con domicilio en el Distrito Federal, Art. 2 de la Ley de Protección al Ahorro Bancario (LPAB).

El principal objeto de la institución es proporcionar a las Instituciones, en beneficio de los intereses de las personas a que se refiere el artículo 1o. de esta Ley, un sistema para la protección del ahorro bancario que garantice el pago, a través de la asunción por parte del Instituto, en forma subsidiaria y limitada, de las obligaciones establecidas en la presente Ley, a cargo de dichas Instituciones, y administrar, en términos de esta Ley, los programas de saneamiento financiero que formule y ejecute en beneficio de los ahorradores y usuarios de las Instituciones y en salvaguarda del sistema nacional de pagos (Art. 64LPAB).

2.5.1.4. Comisión Nacional para la Protección y Defensa de los Usuarios de Servicios Financieros (CONDUSEF)

Es un organismo público descentralizado con personalidad jurídica y patrimonio propios, denominado Comisión Nacional para la Protección y Defensa de los Usuarios de Servicios Financieros, con domicilio en el Distrito Federal. Art. 4º de la Ley de Protección y Defensa al Usuario de Servicios Financieros (LPDUSF)

Que tiene como objetivo prioritario procurar la equidad en las relaciones entre los Usuarios y las Instituciones Financieras, otorgando a los primeros elementos para fortalecer la seguridad jurídica en las operaciones que realicen y en las relaciones que establezcan con las segundas.

2.5.2. Banca comercial

La banca comercial esta compuesta por las diferentes instituciones bancarias que conocemos y dan diferentes tipos de servicios, como nuestro punto de interés es el financiamiento, a continuación se presenta una reseña de cada institución y enseguida un cuadro (2.2) a manera de resumen y comparación los servicios que proporcionan cada una de ellas:

Grupo Financiero Banamex

Surge en agosto del 2001 como resultado de la venta del Grupo Financiero Banamex-Accival al Grupo Financiero Citigroup conservando el nombre de la institución financiera más grande del país.

A su vez, el Grupo Financiero Banamex-Accival ("Banacci") se conformó en el año de 1991 cuando un grupo de inversionistas encabezados por los principales accionistas de la Casa de Bolsa Acciones y Valores de México ("Accival") compró el Banco Nacional de México ("Banamex").

Su integración a Citigroup le permite hoy en día ofrecer una extensa gama de servicios financieros en México y en el mundo como parte de la principal compañía de servicios financieros en el mundo con 200 millones de cuentahabientes en más de 100 países.

Bancomer

Tiene como principal objetivo poner a disposición de personas físicas, morales, de Sociedades de Inversión, etc., un mecanismo que les permita en forma sencilla y ágil participar en los diversos instrumentos del Mercado de Valores, a través de los

cuales se tiene acceso a múltiples beneficios que de manera individual nunca podría obtener.

Para apoyar la productividad y el crecimiento, Bancomer pone a disposición créditos accesibles y fáciles de operar para cualquiera que sea su segmento de mercado, ya sea comercial, de servicios, manufacturas, industrial o agroindustria, entre otros. Los créditos Bancomer han sido diseñados para eficientar la relación necesidad-crédito, a un precio competitivo, tiempo de respuesta ágil y con una asesoría de alta calidad.

Santander-serfin

Se ubica como una de las instituciones más sólidas, permitiéndole en este nuevo milenio, continuar ofreciendo a sus clientes asesoría, servicios y productos financieros de la más alta calidad.

Los conceptos esenciales del Grupo son: la anticipación, la excelencia, el liderazgo, la globalidad, la rentabilidad.

En estos cinco conceptos se apoyan todos los criterios que han impulsado las diferentes actividades y operaciones del Banco.

HSBC

Grupo Financiero Bital se forma en 1992 como resultado de la unión de dos instituciones: Grupo Prime, que operaba con varias empresas financieras no bancarias en la época de la estatización bancaria, y Banco Internacional, que se incorporó al Grupo en Julio de 1992 durante el proceso de reprivatización de la Banca Mexicana.

Banco Internacional (BITAL) funcionaba como la Institución Eje del Grupo, aprovechando sus canales de distribución para que, con el apoyo de las otras compañías que pertenecen al Grupo, pueda ofrecer un esquema de servicios integrados. El enfoque principal del Grupo es el de atender a los mercados masivos, tanto de personas físicas como de pequeñas y medianas empresas, sin descuidar los altos niveles.

BANORTE

Se creó en 1899, fundo el Banco Mercantil de Monterrey, la experiencia de más de un siglo y la frescura dada por la diaria renovación de retos la distinguen.

Hoy, en pleno siglo XXI, en Grupo Financiero Banorte se sabe respaldado por una historia de trabajo motivados por un futuro prometedor. Convencidos de que lo mejor no puede estar limitado por fronteras, Grupo Financiero Banorte se acerca a instituciones de prestigio mundial. Para servir mejor, han hecho alianzas que les permiten sumar su experiencia a la de los aliados internacionales.

En México se incorporan instituciones como Bancentro, Banpaís y Bancrecer. En el extranjero, el 30 de septiembre de 1997 se firmo un contrato de conversión con Assicurazioni Generali S. P. A.

A través de este contrato, la institución italiana se hizo poseedora del 49 por ciento de Afore Sólida BANORTE, Seguros BANORTE y Pensiones BANORTE, quedando formalmente integrada la División de Banca de Ahorro y Previsión.

Cuadro 2.2

Comparativo de banca comercial¹³

Banco	Tipo de Crédito	Línea de Crédito	Hipotecario	Factoraje	Capital de Trabajo	Arrendamiento Financiero	Pagatas	Préstamos Prendarios	Otros
Banamex www.banamex.com.mx		-Crédito Revolvante -Línea Automática Banamex -Línea de Sobregiro	-Crédito con garantía Hipotecaria	Crédito con Provisión de Fondos					
Bancomer www.bancomer.com.mx		-Crédito en Cuenta Corriente			-Plan de Piso -Crédito Refaccionario -Habilitación o Avío -Credipyme -Clásico -Credipyme Productivo	-Leasing Financiero Bancomer	-Préstamo Quirografario		-Crediprovedores - Medio de Pago Empresarial.
Mifel www.gmifel.com.mx		*			*	*	*		*
Banorte www.banorte.com.mx					-Crediacivo				
HSBC www.hsbc.com.mx		-Crédito en Cuenta Corriente -Multicrédito -Crédito Corriente para servicio de Caja		-Crédito con Colateral	-Crédito de Habilitación -Crédito para Equipo Industrial (in lasa Fija.)			- Crédito Prendario	
Santander www.sarfin.com.mx		- Crédito en Cuenta Corriente -Crédito en línea		-Factoraje Financiero	- Crédito de Habilitación o Avío -Crédito Relacionario	-Arrendamiento Financiero	- Descuentos Mercantiles -Préstamo Quirografario	- Préstamo Prendario -Préstamo con garantía de Unidades Industriales	- Crédito Simple

¹³ Esquivel, Lourdes. Los contactos que no pueden faltarle, Revista Entrepreneur, México, 2005, volumen 13 número 04, pag. 38.

2.5.3. Banca de Desarrollo

La Banca de Desarrollo es el conjunto de instituciones que se dedican a diversificar el riesgo que plantea cada crédito y otorgan financiamiento a largo plazo así como líneas de descuento, convirtiéndose en promotora de desarrollo en acorde a las política económica del Estado

Nacional Financiera (NAFIN)

Funciona desde hace varios años como banca de segundo piso; sin embargo, en la actualidad enfrenta el problema de que los bancos comerciales prácticamente no están otorgando créditos y, en esa medida, difícilmente le solicitan a Nacional Financiera el redescuento de recursos. Pero, además, como los bancos comerciales tienen una mezcla de captación más barata que la propia NAFIN, que opera sin subsidios, dichos bancos prefieren colocar primero los recursos que captan a través de sus clientes, en lugar de pedirle recursos.¹⁴

Dicha institución tiene como objeto promover el ahorro y la inversión, así como canalizar apoyos financieros y técnicos al fomento industrial y en general, al desarrollo económico nacional y regional del País.

Sus principales atribuciones entre otras son:

- ✓ Promover, gestionar y poner en marcha proyectos que atiendan necesidades del sector en las distintas zonas del país o que propicien el mejor aprovechamiento de los recursos de cada región.
- ✓ Promover, encauzar y coordinar la inversión de capitales.
- ✓ Promover el desarrollo tecnológico, la capacitación, la asistencia técnica y el incremento de la productividad.

¹⁴ Villegas Hernández, Eduardo y Ortega Ochoa Rosa María, "Sistema Financiero de México", 1ª. Ed., Mc Graw Hill, México, 2002, pp.346.

- ✓ Realizar los estudios económicos y financieros que permitan determinar los proyectos de inversión prioritarios, a efecto de promover su realización entre inversionistas potenciales.
- ✓ Propiciar el aprovechamiento industrial de los recursos naturales inexplorados o insuficientemente explotados.
- ✓ Fomentar la reconversión industrial, la producción de bienes exportables y la sustitución eficiente de importaciones.
- ✓ Promover el desarrollo integral del mercado de valores.
- ✓ Propiciar acciones conjuntas de financiamiento y asistencia con otras instituciones de crédito, fondos de fomento, fideicomisos, organizaciones auxiliares de crédito y con los sectores social y privado.

Banco Nacional de Comercio Exterior (Bancomext)

Bancomext es el instrumento del Gobierno Mexicano cuya misión consiste en impulsar el crecimiento de las empresas mexicanas, principalmente pequeñas y medianas e incrementar su participación en los mercados globales, ofreciendo soluciones integrales que fortalezcan su competitividad y fomenten la inversión, a través del acceso al financiamiento y a otros servicios y promocionales

En México es considerada como la principal institución que apoya a la actividad exportadora del país.

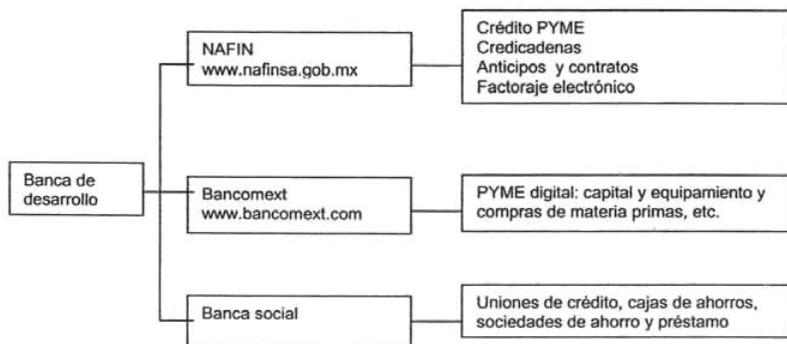
Banca social

En este rubro ingresan las instituciones auxiliares de crédito, es decir, las uniones de crédito, cajas de ahorro, cajas populares, sociedades financieras de objeto limitado; sociedades de ahorro y préstamo.

A continuación vemos en el cuadro 2.3 de forma global los tipos de créditos que otorgarían dichas instituciones:

Cuadro 2.3

Banca de Desarrollo



2.5.4. Instituciones de apoyo en el financiamiento

2.5.4.1 Arrendadoras

Arrendamiento: Hay arrendamiento cuando las dos partes contratantes se obligan recíprocamente, una, a conceder el uso o goce temporal de una cosa, y la otra, a pagar por ese uso o goce un precio cierto. La renta o precio del arrendamiento puede constituir en una suma de dinero o en cualquier otra cosa equivalente, con tal que sea cierta y determinada.

Tipos de Arrendamiento

Arrendamiento Puro

Contrato por el cual se obliga a una persona física o moral (arrendador) a otorgar el uso o goce respecto de un bien a otra persona física o moral (arrendatario) quien a su vez en contraprestación debe efectuar un pago convenido por cierto periodo de tiempo preestablecido, ya sea en efectivo, bienes, crédito o servicios.

Arrendamiento Financiero

Contrato por medio del cual se obliga a una de las partes (arrendador) a financiar la adquisición de un bien mueble o inmueble, durante un plazo previamente pactado e irrevocable para ambas partes, que formará parte del activo fijo del arrendatario. La otra parte se obliga a pagar las cantidades que por concepto de renta se estipule en el contrato.

Renta Diaria

Es realmente muy parecida al arrendamiento Puro, ya que es el otorgamiento del uso ó goce de un bien por un tiempo determinado, a cambio de una retribución (renta), y donde los contratos no deberán exceder los 90 días en promedio.

2.5.4.2 Factoraje

Es un mecanismo de financiamiento a corto plazo mediante el cual una empresa comercial, industrial, de servicios o persona física con actividad empresarial, promueve su crecimiento a partir de la venta de sus cuentas por cobrar vigentes a una empresa de factoraje.

Integrantes:

ORGANIZACIÓN: Persona física o moral que contrata los servicios de una empresa de Factoraje con el fin de cederle su cartera vigente.

COMPRADOR: Persona física o moral que adquiere y recibe el bien y/o servicio por parte de su empresa, obligándose a su pago de acuerdo a las condiciones pactadas.

EMPRESA DE FACTORAJE: Intermediario financiero autorizado por las dependencias oficiales para prestar el servicio.

La empresa de Factoraje realiza las siguientes actividades:

- * Adquiere las cuentas por cobrar a través de un contrato de cesión de derechos de crédito o por endoso, pagándolas anticipadamente conforme a las condiciones establecidas.
- * Evalúa las condiciones crediticias de los deudores (compradores de los productos o servicios) e informa a sus clientes de los cambios en la solvencia de los mismos.
- * Custodia, administra y lleva a cabo las gestiones de cobranza de la cartera adquirida.
- * Reembolsa al cliente el remanente en caso de que no existan descuentos, devoluciones de mercancía o ajustes en el pago.
- Informa a sus clientes todas las operaciones, movimientos y cobranza de sus cuentas.

2.5.4.3 Caja de ahorro

Las cajas de ahorro son instituciones financieras creadas en sus orígenes por los municipios o los gobiernos regionales, residiendo en éstos su ámbito de actuación. El principal objetivo de estas instituciones consistía en reunir los excedentes de pequeños ahorradores (individuos particulares y familias) remunerándolos con tipos de interés reales positivos. Los fondos depositados debían destinarse a préstamos con menores costes que los ofrecidos por los bancos comerciales a los residentes del municipio.

Por imperativo legal, un importante porcentaje de los beneficios obtenidos debía reinvertirse en obras públicas de interés social para la comunidad.

Desde finales de la II Guerra Mundial, la creciente competencia en el sector financiero ha provocado que, tanto las sociedades hipotecarias como las cajas de

ahorro, hayan ido ampliando sus actividades para realizar prácticas que en un principio eran exclusivas del sistema bancario: la legislación ha sido reformada para permitir a estas instituciones ofrecer cuentas corrientes remuneradas, emitir talonarios de cheques, tarjetas de crédito, planes de pensiones y otros servicios financieros. De forma análoga, los bancos han ido invadiendo el territorio de las instituciones de ahorro, remunerando sus cuentas corrientes y ofreciendo servicios de hipotecas, cuentas de ahorro y cuentas de ahorro-vivienda.

Las cajas populares se concibieron como organizaciones de mutua ayuda formadas por personas que comparten un vínculo común natural y se asocian para ahorrar en conjunto con el fin de fomentar préstamos fáciles para resolver sus propias necesidades. Las cajas de ahorro admiten a todo tipo de participantes que puedan hacer uso de sus servicios y estén dispuestos a asumir la responsabilidad de ser socios. Adoptan un régimen democrático de gobierno: en asamblea eligen a sus cuerpos directivos formados por sus propios miembros.

Los socios aportan el capital social; subsistieron y evolucionaron sin apoyos ni reconocimiento gubernamentales. La sociedad organizada en las cajas ha sostenido a sus administraciones y ha contribuido a su propio crecimiento. Son un claro modelo de organización colectiva de ayuda mutua y de compromiso con la comunidad.

Resumen de contenido

Toda organización necesita para su retroalimentación económica capital necesario el cual se puede obtener por dos vías. La primera es que se logra a través de los mismos medios productivos, el segundo es a través de todo un proceso de financiamiento.

El financiamiento se puede definir como los fondos dados o tomados en préstamo normalmente destinados a la capitalización, a través de los mercados e instituciones financieras.

El financiamiento comprende todas aquellas actividades encaminadas a proveer el capital necesario para la organización de las empresas o bien, para el desenvolvimiento de sus funciones.

El financiamiento se compone de dos grandes fuentes: interna y externa: la primera proviene de los propios inversionistas o socios de las empresas, y el segundo se obtiene a través del sistema bancario o instituciones especializadas en financiamiento de empresas.

Algunos instrumentos de fuentes internas de financiamiento son: las acciones preferentes, las acciones comunes, y las utilidades retenidas.

Como fuentes externas de financiamiento, se hallan los mismos proveedores, créditos bancarios, créditos hipotecarios y arrendamiento financiero.

Dentro del proceso de financiamiento se encuentra el apalancamiento que permite a la empresa utilizar tanto instrumentos como procesos naturales de la organización para el desarrollo económico de la misma.

Para poder comprender el financiamiento tenemos que saber acerca de las organizaciones que integran nuestro Sistema Financiero Mexicano. Para ello resaltemos que está teóricamente dividido en dos tipos de mercados:

- El Mercado de Capitales
- El Mercado de Dinero

El mercado de capitales es el mercado conformado por instrumentos de inversión y financiamiento a largo plazo, préstamos bancarios a largo plazo, obligaciones, certificados de participación y otros instrumentos. Por otro lado el Mercado de Dinero es aquel al que tienen dinero ocioso, y demandantes que tienen que satisfacer los requerimientos de su capital de trabajo. De igual manera es importante considerar los organismos reguladores de este sistema.

Capítulo III

EL COSTO DE LAS FUENTES DE FINANCIAMIENTO

- 3.1 Conceptos Básicos.
- 3.2 Tipos de capital.
 - 3.2.1 Capital Industrial y capital financiero.
 - 3.2.2 Tipos de capital contablemente.
- 3.3 Estructura de capital.
- 3.4 Costos de financiamiento.
- 3.5 Procedimiento para definir y medir el costo de capital en las empresas.
 - 3.5.1 Promedio ponderado del costo de capital.
 - 3.5.2 Costo promedio ponderado al capital sin ajustar.
 - 3.5.3 Costo de capital en acciones: enfoque del costo de la deuda antes de impuestos más prima por riesgo.
 - 3.5.4 Impuestos y el CPPC.
 - 3.5.5 Costos de capital divisional y del proyecto.
 - 3.5.6 La LMAF y el CPPC.
 - 3.5.7 Costo de capital divisional.
 - 3.5.8 Beta.
 - 3.5.9 El costo de capital en acciones comunes.
 - 3.5.9.1 El enfoque del modelo de crecimiento de dividendos.
 - 3.5.9.2 El enfoque de línea de mercado de un activo financiero.
 - 3.5.10 Los costos de la deuda y de las acciones preferentes.
 - 3.5.11 Costos de emisión y el costo promedio ponderado de capital.
 - 3.5.12 Costo de las acciones preferentes.

3. EL COSTO DE LAS FUENTES DE FINANCIAMIENTO

3.1 Conceptos Básicos.

3.2 Tipos de capital.

3.2.1 Capital Industrial y capital financiero.

3.2.2 Tipos de capital contablemente.

3.3 Estructura de capital.

3.4 Costos de financiamiento.

3.5 Procedimiento para definir y medir el costo de capital en las empresas.

3.5.1 Promedio ponderado del costo de capital.

3.5.2 Costo promedio ponderado al capital sin ajustar.

3.5.3 Costo de capital en acciones: enfoque del costo de la deuda antes de impuestos más prima por riesgo.

3.5.4 Impuestos y el CPPC.

3.5.5 Costos de capital divisional y del proyecto.

3.5.6 La LMAF y el CPPC.

3.5.7 Costo de capital divisional.

3.5.8 Beta.

3.5.9 El costo de capital en acciones comunes.

3.5.9.1 El enfoque del modelo de crecimiento de dividendos.

3.5.9.2 El enfoque de línea de mercado de un activo financiero.

3.5.10 Los costos de la deuda y de las acciones preferentes.

3.5.11 Costos de emisión y el costo promedio ponderado de capital.

3.5.12 Costo de las acciones preferentes.

Toda organización trata de que el rendimiento del dinero sea lo mayor posible respecto a su costo, pues en la medida en que se logre mayor diferencia entre el costo y el rendimiento, se aumenta el valor de la empresa. El costo de capital sirve como marco de referencia o tasa mínima, a la cual deben descontarse los flujos de efectivo de un proyecto para traerlos a valor presente.

El costo de capital es la tasa de rendimiento que debe obtener la empresa sobre sus inversiones para que su valor en el mercado permanezca inalterado, teniendo en cuenta que este costo es también la tasa de descuento de las utilidades empresariales futuras, es por ello que el administrador de las finanzas empresariales debe proveerse de las herramientas necesarias para tomar las decisiones sobre las inversiones a realizar y por ende las que más le convengan a la organización.

En el estudio del costo de capital se tiene como base las fuentes específicas de capital para buscar los insumos fundamentales para determinar el costo total de capital de la empresa, estas fuentes deben ser de largo plazo, ya que estas son las que otorgan un financiamiento permanente.

Las fuentes principales de fondos a largo plazo son el endeudamiento a largo plazo, las acciones preferentes, las acciones comunes y las utilidades retenidas, cada una asociada con un costo específico y que lleva a la consolidación del costo total de capital.

Las inversiones realizadas por la empresa son fundamentales para el desarrollo del objeto social de la organización, el costo de capital surge como un factor relevante en la evaluación que el administrador financiero realiza de los proyectos de inversión que se tengan a corto plazo

El costo capital ponderado de una empresa es lo que le cuesta en promedio a la empresa cada peso que esta utilizando, sin importar si es financiado por recursos ajenos o propios. Para determinar el costo del capital ponderado se necesita conocer el costo capital de cada una de las fuentes de financiamiento de la empresa. El costo de capital de cada una de estas fuentes es la tasa de interés que tanto acreedores como propietarios desean les sea pagada para incrementar y conservar sus inversiones.

3.1. Conceptos básicos

En este primer apartado es importante aclarar algunos conceptos de los cuales estaremos hablando constantemente en el estudio del costo de capital:

Costos: se dice que son aquellos desembolsos de efectivo que son utilizados por la empresa en la producción o servicio, esto depende del giro que tenga la empresa o entidad, una de sus características es que se pueden recuperar y son deducibles de impuestos.

Los analistas financieros dividen frecuentemente los costos en dos tipos: variables y fijos:

- Costo Variable

Se modifica a medida que cambia la producción, y son de 0 cuando la producción es de 0. Los costos de la mano de obra directa y de la materia prima son generalmente variables.

- Costo Fijo

No dependen de la cantidad de bienes y servicios que se hayan producido durante un cierto periodo, sino que se miden por lo general como costos por unidad de tiempo, no son fijos para siempre, sino tan sólo a lo largo de un periodo determinado.

Otro concepto a resaltar es la información financiera proporcionada por los estados financieros. Ésta información es básica y podemos ubicarla como cuadros sinópticos, productos de los sistemas contables, en forma numérica y que normalmente se expresa en términos monetarios, permite mostrar a los usuarios, los elementos necesarios para la toma de decisiones dentro de una entidad en un momento económico específico e irrepetible.¹⁴ Ahora bien, la

¹⁴ Notas de clase Prof. Fco. Rafael Vázquez Bustamante

información financiera que tales usuarios requieren se enfoca primordialmente a la:

- a) Evaluación de la rentabilidad;
- b) Evaluación de la posición financiera, que incluye su solvencia y liquidez;
- c) Evaluación de la capacidad financiera de crecimiento;
- d) Evaluación del flujo de fondos.

De acuerdo con estas necesidades los estados financieros básicos son:¹⁵

Estado de situación financiera o balance general.

El Instituto Mexicano de Contadores públicos (IMCP) se refiere al balance general como un estado financiero básico que presenta información confiable relevante y oportuna sobre la situación financiera de una entidad en cierta fecha. Muestra los activos, pasivos y el capital contable a una fecha determinada.

El activo es el conjunto o segmento, cuantificable, de los beneficios económicos futuros fundamentalmente esperados y controlados por una entidad, representada por efectivo, derechos, bienes o servicios, como consecuencia de transacciones pasadas o de otros eventos ocurridos.

Se clasifica en:

- Activos circulantes que se integra por caja, bancos, cliente, cuentas por cobrar, deudores diversos, inventarios, impuestos a favor, entre otros.
- Activos no circulantes o fijo que se integran como maquinaria y equipo, bienes inmuebles, terrenos, edificio, por mencionar algunos.
- Activos diferidos que se integran como bienes y derechos que tiene la empresa que no son físicamente mensurables a saber como pueden ser

¹⁵ Principios de contabilidad generalmente aceptados, IMCP, México, 2002.

los gastos de instalación, rentas pagadas por anticipado, seguros pagados por anticipado entre otros.

Los pasivos son el conjunto o segmento, cuantificables, de las obligaciones presentes de una entidad particular, virtualmente ineludible, de transferir de efectivo, bienes o servicios en el futuro a otras entidades, como consecuencia de transacciones o eventos pasados.

Se clasifica en:

- Pasivos a corto plazo, son deudas u obligaciones que se deben cubrir antes de un año, como son las deudas con proveedores, acreedores diversos, impuestos por pagar, sueldos por pagar, por mencionar algunas.
- Pasivo a largo plazo, son deudas u obligaciones que se deben de cubrir a más de un año como son los créditos hipotecarios, préstamos bancarios, entre otros.

El capital contable es el derecho de los propietarios sobre los activos netos que surge por aportaciones de los dueños, por transacciones y otros eventos o circunstancias que afectan una entidad y el cual se ejerce mediante reembolso o distribución.

Estado de resultados.

El Instituto Mexicano de Contadores Públicos (IMCP) se refiere al estado de resultados como un estado financiero básico, que presenta la información relevante acerca de las operaciones desarrolladas por una entidad durante un período determinado. Mediante la determinación de la utilidad y de la identificación de sus componentes, se mide el resultado de los logros alcanzados y de los esfuerzos desarrollados por una entidad durante el periodo consignado en el mismo estado. Constituyendo la base inobjetable que normará el criterio de los tomadores de decisiones para los ejercicios subsecuentes de la organización.

Los elementos que integran este estado financiero son:

- Ingresos o ventas
- Devoluciones y rebajas sobre ventas
- Costos y gastos
- Ganancias
- Pérdidas
- Utilidad neta o pérdida neta

Estado de variaciones en el capital contable.

Muestra los cambios en la inversión de los propietarios y los cambios habidos en el capital ganado durante el periodo. Dicho estado financiero se elabora tomando en cuenta las aportaciones iniciales de capital que se hayan efectuado, disminuyéndolo o aumentándolo, así como las utilidades y las pérdidas para llegar al capital actual de una entidad.

Estado de cambios en la situación financiera.

Muestra la forma en que se modificaron los recursos y las obligaciones de la entidad en un periodo; se elabora tomando los balances generales de dos periodos, comparándolos para determinar así los recursos generados o utilizados durante las operaciones de la entidad en un periodo.

*El concepto de **Capital**:* es la participación o derecho de un solo dueño en los recursos de un negocio.

También lo podemos considerar como el dinero aportado más las utilidades retenidas incluidas en un solo renglón, cuando solo se tiene un dueño único o un negocio particular.

Otra definición es "Fondos a largo plazo de la empresa; todas las partidas de la parte derecha del balance general de la empresa, excepto las del pasivo"¹⁶

3.2. Tipos de capital:

3.2.1 Capital industrial y capital financiero

Respecto al capital de trabajo de una empresa, este tiene dos objetivos fundamentales: el **económico**, dar una respuesta eficiente a la demanda, servir de palanca para lograr los objetivos de crecimiento y posicionamiento en el mercado. Y el **financiero**, que consiste en generar liquidez, a fin de que la empresa mediante los flujos de efectivo, pueda cubrir sus necesidades operativas y atender con oportunidad el servicio de la deuda.

La liquidez dependerá de la velocidad con la que la empresa en el ciclo operativo logra generar efectivo y utilizar este para cubrir los gastos, pagados de pasivos, cubrir los costos del futuro (inversiones de largo plazo), así como destinar parte para cubrir dividendos.

Cuando la liquidez se reduce genera graves consecuencias en la actividad de la empresa. Una empresa sin liquidez concentra toda su atención en los problemas más urgentes (los financieros, la falta de efectivo) y se olvida del mercado, que es lo más importante, ya que es a través de las buenas ventas donde surge el flujo de efectivo, cuando se tiene una gestión eficiente, que permite recuperar las cuentas por cobrar de acuerdo con las condiciones negociadas.

3.2.2. Tipos de capital contablemente

Capital Contable: Este capital es considerado como propiedad de las partes de los accionistas comunes y preferentes en una corporación. También, los activos totales menos los pasivos totales, o el capital contable.

¹⁶ Gitman J., Lawrence, "Principios de Administración Financiera", 8° Ed., Prentice Hall, México, 2000, pp. 593.

Capital Común: Derechos de capital contable poseídos por los propietarios residuales de una empresa, quienes son los últimos en recibir cualquier distribución de utilidades o de activos.

Capital Contable de los Accionistas: Derechos residuales que los accionistas tienen contra los activos de una empresa, los cuales se calculan sustrayendo los pasivos totales de los activos totales; también se conocen simplemente como capital contable.

Capital de Riesgo: Financiamiento que se otorga en las primeras etapas de las empresas jóvenes que tratan de crecer rápidamente.

Capital de Trabajo Neto: "Diferencia entre los activos circulantes y los pasivos a corto plazo de la empresa o, en otras palabras, la porción de los activos circulantes financiados con fondos a largo plazo; dicho capital puede ser positivo o negativo"¹⁷

Capital social: representa la suma del valor nominal de las acciones suscritas. Cabe mencionar que no necesariamente representa la suma de las aportaciones de los accionistas.

3.3. Estructura de Capital

La Estructura de capital es considerada como una combinación de deuda a largo plazo y capital¹⁸. También se le conoce como la composición de los valores de una corporación usados para financiar sus actividades de inversión; las proporciones relativas de la deuda a corto plazo, de la deuda a largo plazo y del capital contable de los accionistas.

La empresa puede definir su estructura de capital una vez que ha obtenido el efectivo necesario para invertir en sus activos, emitiendo más deuda que acciones;

¹⁷ Gitman J., Lawrence y Joehnk D. Michael, "Fundamentos de inversión", 5ª Ed., México, Harla, 1997, pp. 872.

¹⁸ *idem*

posteriormente puede considerar la posibilidad de cambiar esa mezcla, emitir mas acciones y utilizar los fondos así obtenidos para volver a comprar algunas de sus deudas. Decisiones de financiamiento como éstas pueden tomarse de manera independiente respecto de las decisiones originales de inversión. Podemos escribir el valor de la empresa (V) como:

$$V = B + S$$

Donde:

B= es el valor de la deuda y

S= es el valor del capital contable.

La meta del administrador financiero será elegir la razón de deuda capital que haga que el valor de la empresa, V sea lo más grande posible.

3.4 Costos de financiamiento

Anteriormente se mencionó que todo financiamiento externo o interno, a corto o a largo plazo recae en un costo, llamado costo de capital, a continuación se presenta un pequeño acercamiento teórico de los costos de estas fuentes.

El costo del capital es la tasa del retorno esperada que el mercado debe pagar para traer fondos para inversiones en particular. En términos económicos, es un costo de oportunidad que se define como el costo que se deriva de tener una segunda mejor inversión.¹⁹

El costo de capital se basa en el principio de sustitución: El inversionista va a preferir invertir su dinero en la alternativa más atractiva.

El componente más importante del costo del capital es el riesgo.

¹⁹ Moreno Fernández, Joaquín, "Las Finanzas en la Empresa", 3^o Ed., México, Dirección General de Publicaciones, UNAM, 1984, pp. 454.

El riesgo es el grado de incertidumbre que los accionistas tienen por las inversiones que realizan en un periodo de tiempo dado. El riesgo no se puede observar directamente. Por lo tanto, se debe realizar estudios financieros para su apreciación utilizando la información disponible del mercado.²⁰

Cada componente que integra la estructura del capital de la empresa, tiene un costo de capital. La mezcla del costo de capital de cada uno de estos componentes conforma el costo promedio ponderado de capital de la organización.

Existen 3 componentes básicos que integran el costo de capital:

1. La tasa real de retorno que los inversionistas esperan recibir por permitir que alguien use su dinero en operaciones que implican un riesgo.
2. Inflación esperada: la pérdida esperada del poder adquisitivo cuando el dinero se encuentra colocado en una inversión.
3. Riesgo: Es la incertidumbre de cuando, cuanto y como se va a recibir dinero de los inversionistas.

La combinación de los dos primeros puntos se refiere al concepto de valor del dinero a través del tiempo. Es decir, se aplica a todas aquellas inversiones que presenten el mismo periodo de tiempo. Sin embargo, las expectativas pueden ser diferentes entre los inversionistas, por lo que la tendencia del mercado se forma de manera de consenso.

El tercer componente se refiere al análisis de aquellos elementos o factores que causan incertidumbre en el retorno esperado de los accionistas.

El cálculo de los tres componentes nos permiten determinar el costo de capital.

A continuación se presenta algunos beneficios que se obtienen de utilizar el costo de capital:

²⁰ Gitman J., Lawrence, "Principios de Administración Financiera", 8ª Ed., Prentice Hall, México, 2000, pp. 593.

- ✓ El costo de capital se constituye como la tasa de descuento requerida en los proyectos de inversión.
- ✓ Se utiliza el costo de capital para la evaluación de empresas. El costo de capital está en función de la inversión, no del inversionista.
- ✓ El costo de capital sirve para determinar la estructura de capital óptima de las empresas.
- ✓ El costo de capital sirve para tomar decisiones de inversión.

El costo de capital es la tasa de rendimiento que debe obtener la empresa sobre sus inversiones para que su valor en el mercado permanezca inalterado, teniendo en cuenta que este costo es también la tasa de descuento de las utilidades empresariales futuras, es por ello que el administrador de las finanzas empresariales debe proveerse de las herramientas necesarias para tomar las decisiones sobre las inversiones a realizar y por ende las que más le convengan a la organización.

En el estudio de costo de capital se tiene como base las fuentes específicas de capital para buscar los insumos fundamentales para determinar el costo total de capital de la empresa, estas fuentes deben ser de largo plazo, ya que estas son las que otorgan un financiamiento permanente.

Las fuentes principales de fondos son el endeudamiento a largo plazo, las acciones preferentes, las acciones comunes y las utilidades retenidas, cada una asociada con un costo específico y que lleva a la consolidación del costo total de capital.

Factores implícitos fundamentales del costo de capital:

- ◆ El grado de riesgo comercial y financiero.
- ◆ Las imposiciones tributarias e impuestos.
- ◆ La oferta y demanda por recursos de financiamiento

3.5 Procedimiento para definir y medir el costo de capital en las empresas

Al determinar los costos de las fuentes de financiamiento específicos a largo plazo, se muestra la técnica usualmente utilizada para determinar el costo total de capital que se utiliza en la evaluación financiera de inversiones futuras de la empresa.

El principal método para determinar el costo total y apropiado del capital es encontrar el costo promedio de capital utilizando como base costos históricos o marginales.

El administrador financiero debe utilizar el análisis del costo de capital para aceptar o rechazar inversiones, pues ellas son las que definirán el cumplimiento de los objetivos organizacionales.

3.5.1 Promedio ponderado del costo de capital

Una vez que se han calculado los costos de los componentes individuales de la estructura del capital, se ponderarían de acuerdo con algún estándar y se calcula un costo promedio ponderado del capital. El costo del capital global de la empresa se puede expresar como:

$$\text{Costo de capital} = \frac{\sum_{X=1}^n K_x(W_x)}{\sum_{X=1}^n W_x}$$

Donde:

k_x = es el costo después de impuestos del método x de financiamiento

W_x = es la ponderación asignada a ese método como un porcentaje del financiamiento total de la empresa, y

X = representa la suma para los métodos financieros del 1 al n .

Recuerde, el capital en acciones comunes en nuestros libros es la suma total de las acciones comunes a la par, el capital pagado adicional y las utilidades retenidas. Sin embargo, para propósitos de valor del mercado, está representado por el precio corriente del mercado por acción común por el número de acciones pendientes. Al calcular las proporciones es importante usar ponderaciones de *valor de mercado* en lugar de *valor en libros*. Debido a que se está intentando maximizar el valor de la empresa para sus accionistas, sólo son consistentes con el objetivo las ponderaciones de valor de mercado. Los valores de mercado se usan en el cálculo de los costos de los diversos componentes de financiamiento, por lo que las ponderaciones de valor de mercado se deben utilizar para determinar el costo promedio ponderado del capital. También, suponemos implícitamente que las proporciones actuales del financiamiento se mantendrán en el futuro.

En el cálculo de un costo promedio ponderado de capital, la pregunta fundamental es si la cifra representa el costo real de capital para la empresa. La respuesta depende de la exactitud de la medición de los costos marginales individuales, del sistema de ponderación y de ciertas otras suposiciones.

Supóngase por ahora que estamos en posibilidad de medir con exactitud los costos marginales de las fuentes individuales de financiamiento y examinemos la importancia del sistema de ponderación.

El costo promedio de capital se encuentra ponderando el costo de cada tipo específico de capital por las proporciones históricas o marginales de cada tipo de capital que se utilice. Las ponderaciones históricas se basan en la estructura de capital existente de la empresa, en tanto que las ponderaciones marginales consideran las proporciones reales de cada tipo de financiamiento que se espera al financiar un proyecto dado.

- Ponderaciones históricas

El uso de las ponderaciones históricas para calcular el costo promedio de capital es bastante común, se basan en la suposición de que la composición existente de

fondos, o sea su estructura de capital, es óptima y en consecuencia se debe sostener en el futuro. Se pueden utilizar dos tipos de ponderaciones históricas:

➤ Ponderaciones de valor en libros:

Este supone que se consigue nuevo financiamiento utilizando exactamente la misma proporción de cada tipo de financiamiento que la empresa tiene en la actualidad en su estructura de capital.

➤ Ponderaciones de valor en el mercado:

Para los financistas esta es más atractiva que la anterior, ya que los valores de mercado de los valores se aproximan más a la suma real que se reciba por la venta de ellos. Además, como los costos de los diferentes tipos de capital se calculan utilizando precios predominantes en el mercado, parece que sea razonable utilizar también las ponderaciones de valor en el mercado, sin embargo, es más difícil calcular los valores en el mercado de las fuentes de financiamiento de capital de una empresa que utilizar valor en libros.

El costo promedio de capital con base en ponderaciones de valor en el mercado es normalmente mayor que el costo promedio con base en ponderaciones del valor en libros, ya que la mayoría de las acciones preferentes y comunes tienen valores en el mercado es mucho mayor que el valor en libros.

- Ponderaciones marginales

La utilización de ponderaciones marginales implica la ponderación de costos específicos de diferentes tipos de financiamiento por el porcentaje de financiamiento total que se espere conseguir con cada método de las ponderaciones históricas. Al utilizar ponderaciones marginales se refiere primordialmente a los montos reales de cada tipo de financiamiento que se utiliza. Con este tipo de ponderación se tiene un proceso real de financiamiento de proyectos y admite que los fondos realmente se consiguen en distintas cantidades, utilizando diferentes fuentes de financiamiento a largo plazo, también refleja el

hecho de que la empresa no tiene mucho control sobre el monto de financiamiento que se obtiene con el superávit.

Una de las críticas que se hace a la utilización de este sistema, es que no considera las implicaciones a largo plazo del financiamiento actual de la empresa.

3.5.2 El costo promedio ponderado al capital sin ajustar

Se utilizará el símbolo de E para representar el valor de mercado de capital en acciones comunes de la empresa. Este se calcula tomando el número de acciones en circulación y multiplicándolo por el precio de cada acción. De forma similar, se utilizará el símbolo D para representar el valor de mercado de deuda de la empresa. Para la deuda a largo plazo, este valor se calcula multiplicando el precio de mercado de un solo bono por el número de bonos en circulación.

Si existen varias emisiones de bonos, se repite este cálculo para cada una de ellas y después se suman los resultados. Si existe deuda que no se negocia públicamente.

Para la deuda a corto plazo, los valores en libros (valores contables) y los valores de mercado deben ser en cierta forma similares, por lo que los valores en libros se podrían utilizar como estimados de los valores de mercado.

Por último, el símbolo V se utilizará para representar el valor de mercado combinado de deuda y capital en acciones comunes:

$$V = E + D$$

Si se dividen ambos lados de la ecuación entre V, es posible calcular los porcentajes de capital total representados por la deuda y por el capital en acciones comunes:

$$100\% = (E / V) + D / V$$

Estos porcentajes pueden interpretarse como si fueran los factores de ponderación de una cartera de inversión y se les suele denominar *factores de ponderación de la estructura de capital*.

En este punto, se tienen algunos factores de ponderación (los porcentajes de deuda y de capital de acciones comunes) y algunos rendimientos esperados (los costos de deuda y de capital en acciones comunes). Podemos calcular el costo total de capital de la empresa realizando la siguiente operación a los rendimientos esperados, los multiplicamos por sus correspondientes factores de ponderación y después sumamos los productos. En este contexto el resultado se denomina costo promedio ponderado de capital sin ajustar (CPPC):

$$\text{CPPC (sin ajustar)} = (E / V) \cdot \text{RE} + (D/V) \cdot \text{RD}$$

Donde:

RE y RD son los rendimientos requeridos (los costos) de capital en acciones comunes y de deuda, respectivamente.

La forma correcta de proceder es utilizar los valores de mercado de deuda y de capital en acciones comunes. En ciertas circunstancias, una empresa cuyas acciones se encuentran en manos privadas, tal vez no sea posible obtener estimados fiables de estas cifras, en cuyo caso se podrían utilizar los valores contables para la deuda y el capital. Aunque es probable que esto sea mejor que nada, el resultado obtenido debería tomarse con cierta reserva.

3.5.3 Costo del capital en acciones: enfoque del costo de la deuda antes de impuestos más prima por riesgo

En lugar de estimar el rendimiento requerido del capital en acciones, mediante los métodos sofisticados, algunas personas utilizan un enfoque relativamente simple, rápido y sucio. Aquí, el costo de la deuda antes de impuestos de la empresa es la base para estimar su costo de capital. El costo de la deuda, antes de impuestos

de una empresa excederá la tasa libre de riesgo mediante una prima de riesgo. Mientras mayor sea el riesgo de la empresa, será mayor esta prima y mayor el interés que la empresa tenga que pagar para obtener préstamos.

Además de esta prima de riesgo, la acción común de una empresa tiene que brindar un rendimiento esperado más alto que la deuda de la misma empresa. El motivo es que existe más riesgo sistemático. Para una beta se requiere un rendimiento esperado de k_d y este porcentaje excede el costo de la deuda de la empresa, k_d antes del impuesto. La prima de riesgo histórica en el rendimiento esperado de las acciones sobre los bonos ha sido alrededor del %. Si esto pareciera razonable para una empresa en particular, se podría utilizar el costo de la deuda de la empresa, antes de impuestos, como la base y añadirle una prima de alrededor del un determinado % para estimar su costo de capital en acciones.

3.5.4 Impuestos y el Costo Porcentual Promedio de Capital

Existe un último aspecto relacionado con el Costo Porcentual Promedio de Capital. Al resultado que se acaba de obtener se le denomina Costo Porcentual Promedio de Capital sin ajustar, ya que no se han considerado los impuestos. Recuérdalo que la atención debe centrarse en los flujos de efectivo después de impuestos. Si se está determinando la tasa de descuento apropiada para estos flujos de efectivo, es necesario expresar también la tasa de descuento después de impuestos.

Los intereses que pague una corporación son deducibles a efectos de impuestos; no así los pagos a los accionistas, como es el caso de los dividendos. Lo que esto significa es que el gobierno paga parte de los intereses. Por tanto, al determinar una tasa de descuento después de impuestos, es necesario distinguir entre el costo de deuda antes de impuestos y el costo después de impuestos.

3.5.5 Costos de capital divisional y del proyecto

Al utilizar el Costo Porcentual Promedio de Capital como tasa de descuento para flujos de efectivo futuros sólo es apropiado cuando la inversión propuesta es similar a las actividades actuales de la empresa. Esto no es tan limitante como parece. Por ejemplo, si se estuviera operando en el negocio de pizzas y se pensara abrir una nueva tienda, el Costo Porcentual Promedio de Capital sería la tasa de descuento que habría que utilizar. Lo mismo sucede en el caso de un vendedor minorista que pensara en abrir una nueva tienda, un industrial que pensara incrementar su producción o una empresa de productos de consumo que pensara ampliar sus mercados.

No obstante, a pesar de la utilidad del Costo Porcentual Promedio de Capital como parámetro de referencia, es evidente que existirán situaciones en las que los flujos de efectivo relevantes enfrentan riesgos que son muy diferentes a los del conjunto de la empresa. Estudiaremos a continuación cómo hacer frente a este problema.

3.5.6 La Línea de Mercado de un Activo Financiero y el Costo Porcentual Promedio de Capital

Al evaluar inversiones con riesgos sustancialmente diferentes a los de la empresa en general, es probable que el Costo Porcentual Promedio de Capital lleve a tomar malas decisiones.

Supongamos que la empresa utiliza su Costo Porcentual Promedio de Capital para evaluar todas las inversiones. Ello significa que cualquier inversión con un rendimiento superior al 15% será aceptada y cualquiera con un rendimiento inferior al 15% será rechazada. Sin embargo, sabemos, por lo que hemos estudiado sobre riesgo y rendimiento, que una inversión aceptable es la que se localiza por encima de la Línea de Mercado de un Activo Financiero. Utilizar el Costo Porcentual Promedio de Capital para todo tipo de proyectos puede dar

lugar a que la empresa acepte de forma incorrecta proyectos relativamente arriesgados y rechace de forma correcta otros relativamente seguros.

3.5.7 Costo de capital divisional

El mismo problema puede presentarse con el Costo Porcentual Promedio de Capital en el caso de una empresa con más de un segmento de negocios. Por ejemplo, imaginemos una empresa con dos divisiones:

Una compañía telefónica regulada por el Estado y una operación de manufactura de productos electrónicos. La primera de ellas (la operación telefónica) tiene un riesgo relativamente bajo; el riesgo de la segunda es relativamente alto.

En este caso, el costo de capital global o total de la empresa es en realidad una mezcla de dos costos de capital diferentes, uno para cada división. Si ambas divisiones estuvieran compitiendo entre sí por recursos y la empresa utilizara un único Costo Porcentual Promedio de Capital como tasa de corte, ¿a qué división es probable que se le asignaran más fondos para inversión?

La respuesta es que la división con mayor nivel de riesgo tendería a tener mayores rendimientos (sin tomar en cuenta el mayor riesgo), por lo que es probable que fuera la «ganadora». La operación menos llamativa quizá tenga un mayor potencial de generación de ganancias y, sin embargo, termine siendo ignorada.

Dadas las dificultades que existen para establecer con objetividad las tasas de descuento para proyectos individuales que las empresas suelen adoptar un enfoque que implica realizar ajustes subjetivos al Costo Porcentual Promedio de Capital global. Supongamos, por ejemplo, que una empresa tiene un Costo Porcentual Promedio de Capital global del 14%. Esta empresa clasifica todos los proyectos propuestos en cuatro categorías;

- Alto riesgo,
- Riesgo moderado,

- Bajo riesgo,
- Obligatorio.

El efecto de esta clasificación rudimentaria es suponer que todos los proyectos pertenecen a una de las primeras tres categorías de riesgo o de lo contrario son obligatorios. En este último caso, el costo de capital es irrelevante, ya que el proyecto se tiene que llevar a cabo.

Dentro de cada categoría de riesgo, es probable que algunos proyectos tengan mayor riesgo que otros, por lo que continúa existiendo el peligro de tomar decisiones incorrectas.

En principio, sería mejor determinar de un modo objetivo el rendimiento requerido para cada proyecto por separado. Sin embargo, como un asunto práctico, quizá no sea posible ir mucho más allá de los ajustes subjetivos porque no se cuenta con la información necesaria o porque el costo y el esfuerzo requeridos simplemente no valen la pena.

3.5.8 El costo en acciones comunes

Observemos que tenemos dos enfoques para determinar el costo de capital en acciones comunes: el enfoque del modelo de crecimiento de dividendos y el enfoque de la línea de mercado de un activo financiero (LMAF).

3.5.8.1 El enfoque del modelo de crecimiento de dividendos

La forma más fácil de estimar el costo de capital en acciones comunes es utilizar el modelo de crecimiento de dividendos. Recuérdese que bajo el supuesto de que los dividendos de la empresa crecerán a una tasa constante g , el precio por acción P_0 puede expresarse como:

$$P_0 = \frac{D_0 \times (L+g)}{R_E - g} + \frac{D_1}{R_E - g}$$

Donde:

D_0 = es el dividendo que se acaba de pagar y

D_1 = es el dividendo proyectado para el próximo periodo.

Obsérvese que se ha utilizado el símbolo RE (la E representa el capital) para el rendimiento requerido de la acción común. Reacomodamos los términos con el objeto de resolver para RE en la forma siguiente:

$$RE = D_1 / P_0 + g$$

Dado que RE es el rendimiento de la acción común que requieren los accionistas, se puede interpretar como el costo de capital en acciones comunes de la empresa.

Implementación del enfoque Para estimar RE utilizando el enfoque del modelo de crecimiento de dividendos, es obvio que se necesitan tres piezas de información: P_0 , D_0 y g .² En el caso de una empresa cuyas acciones se negocian públicamente y que paga dividendos, las primeras dos piezas se pueden observar de forma directa, por lo que resultan fáciles de obtener. Sólo debe estimarse el tercer componente: la tasa de crecimiento esperada de dividendos.

Estimación de g . Para utilizar el modelo de crecimiento de dividendos, es necesario determinar un estimado de g , la tasa de crecimiento. En esencia, existen dos formas de hacerlo: 1) utilizar las tasas de crecimiento históricas o 2) utilizar los pronósticos formulados por analistas especializados de las futuras tasas de crecimiento. Existen varias fuentes de pronósticos formuladas por estos analistas. Como es natural, las diferentes fuentes darán distintas estimaciones, por lo que un enfoque podría consistir en obtener múltiples estimaciones y, con ellas, un promedio de las mismas.

De forma alternativa, se podrían observar los dividendos de, por ejemplo, los cinco años anteriores, calcular las tasas de crecimiento anuales y obtener entonces un promedio.

Las ventajas y desventajas del enfoque serían: La ventaja del enfoque del modelo del crecimiento de dividendos es su sencillez. Es al mismo tiempo fácil de comprender y de aplicar y las desventajas prácticas relacionadas con este modelo es que solo es aplicable a empresas que pagan dividendos. Ello significa que el enfoque no es aplicable a muchos casos. Mas aún, incluso para empresas que pagan dividendos, el supuesto fundamental es que los dividendos crecen a una tasa constante.. En términos generales, el modelo sólo es aplicable si hay probabilidades de que se produzca un crecimiento razonablemente constante.

Un segundo problema es que el costo estimado de capital en acciones comunes es muy sensible a la tasa de crecimiento estimada. Por ejemplo, un incremento en g de solo un punto porcentual aumenta el costo estimado de capital en acciones comunes en al menos un punto porcentual completo. Dada la posibilidad de que la estimación de D_1 también se incremente, el aumento en realidad será algo mayor que eso.

Por último, este enfoque no toma en cuenta el riesgo en forma explícita. A diferencia del enfoque de la LMAF, no existe un ajuste directo por el nivel de riesgo de la inversión. Por ejemplo, no se considera el grado de certidumbre o incertidumbre en torno a la tasa de crecimiento estimada de dividendos. Como consecuencia, es difícil decir si el rendimiento estimado es o no proporcional al nivel de riesgo

3.5.8.2 El enfoque de línea de mercado de un activo financiero (LMAF)

El enfoque LAMF indica que una inversión en riesgo depende de tres factores:

1. La tasa libre de riesgo, R_f .
2. La prima por riesgo del mercado, $E(RM) - R_f$

3. El riesgo sistemático que el activo en relación con el promedio, lo que se denominó su coeficiente beta,

Utilizando la LMAF, el rendimiento esperado de capital en acciones comunes de la empresa, $E(RE)$, puede expresarse como:

$$E(RE) = R_f + E - [E(RM) - R_f]$$

Donde:

E es la beta estimada para el capital en acciones comunes.

Para que el enfoque de la LMAF sea consistente con el modelo de crecimiento de dividendos, se elimina la E , que representan valores esperados y, por consiguientes, el rendimiento requerido se expresa a partir de la LMAF, R_E , en la forma siguiente:

$$RE = R_1 + E * (RM - RF)$$

Implementación del enfoque

Para utilizar el enfoque de la LMAF, se requiere una tasa libre de riesgo R un estimado de la prima por riesgo del mercado $RM - RF$ y un estimado de la beta relevante.

El enfoque de la LMAF tiene dos ventajas principales. Primera, se ajusta explícitamente para el riesgo. Segunda, es aplicable a otras empresas, además de las que tienen un crecimiento de dividendos constantes. Por tanto, se puede utilizar en una variedad mas amplia de circunstancias.

Por supuesto que existen inconvenientes. El enfoque de la LMAF requiere que se estimen dos factores: la prima por riesgo del mercado y el coeficiente beta. Si las estimaciones son deficientes, el costo de capital en acciones comunes será inexacto. Por ejemplo, el estimado de la prima por riesgo del mercado, el 8.4%, se

basa en aproximadamente en 65 años de rendimientos en una cartera de acciones determinada. Si se utilizan distintos periodos o diferentes acciones comunes, los resultados estimados podrían ser muy diferentes.

Por último, como sucede con el modelo de crecimiento de dividendos, cuando se emplea el enfoque de la LMAF, se depende esencialmente del pasado para predecir el futuro. Las condiciones económicas pueden cambiar con gran rapidez, por lo que, como siempre, el pasado quizá no sea una buena guía para el futuro. En el mejor de los casos, los dos enfoques (el modelo de crecimiento de dividendos y la LMAF) son aplicables y ambos dan lugar a respuestas similares. Si esto sucede, se puede tener alguna confianza en las estimaciones. También es posible que se desee comparar los resultados obtenidos con los de otras empresas similares para verificar su fiabilidad.

3.5.9 Los costos de la deuda y de las acciones preferentes

Para financiar sus inversiones, además de capital ordinario o de las acciones comunes, las empresas utilizan deuda y, en menor grado, acciones preferentes. Como veremos a continuación, determinar los costos de capital asociados con estas fuentes de financiamiento es mucho más sencillo que establecer el costo de capital en acciones comunes.

El costo de la deuda

El costo de la deuda es el rendimiento que exigen los acreedores de la empresa para préstamos nuevos. En principio, se podría determinar la beta de la deuda de la empresa y utilizar entonces la LMAF para estimar el rendimiento de deuda requerido, de la misma forma que se estima el rendimiento de capital requerido en acciones comunes. Sin embargo, esto no es necesario.

A diferencia del costo de capital en acciones comunes de una empresa, el costo de deuda se puede observar normalmente en forma directa o indirecta, ya que este costo es simplemente la tasa de interés en los mercados financieros. Por

ejemplo, si la empresa tiene actualmente bonos en circulación, el rendimiento al vencimiento de esos bonos es la tasa de mercado requerida sobre la deuda de la empresa.

De forma alternativa, si se sabe que los bonos de la empresa están certificados, por ejemplo, como AA, podemos limitarnos a observar cuál es la tasa de interés de los bonos certificados como AA de reciente emisión. De cualquier forma, no es realmente necesario estimar la beta de la deuda, dado que se puede establecer de forma directa la tasa que se requiere conocer.

Sin embargo, existe un aspecto con el que se debe tener cuidado. La tasa del cupón o tasa nominal de deuda en circulación de la empresa no tiene relevancia en este caso.

Esta tasa sólo indica, de una forma aproximada, cuál fue el costo de deuda de la empresa en el momento en que se emitieron los bonos, no cual es el costo de la deuda actual. De ahí la necesidad de observar el rendimiento de la deuda en el mercado actual. Para ser consistentes con la notación empleada, se utilizara el símbolo RD para el costo de deuda.

3.5.10 Costos de emisión y el costo promedio ponderado de capital

Hasta ahora, no hemos incluido los costos de emisión o colocación en el estudio del costo promedio ponderado de capital. Si una empresa acepta un nuevo proyecto, quizá sea necesario emitir o colocar nuevos bonos y acciones. Ello significa que la empresa incurrirá en algunos costos, denominados *costos de emisión*.

Se sugiere en ocasiones que se debe ajustar el CPPC de la empresa, de forma ascendente, para que refleje los costos de emisión. En realidad éste no es el mejor enfoque, ya que el rendimiento requerido de una inversión depende también

del riesgo asociado a la misma, no de la fuente de los fondos. Esto no quiere decir que no se deban tomar en cuenta los costos de emisión. Dado que estos costos son una consecuencia de la decisión de llevar a cabo un proyecto, son flujos de efectivo relevantes.

3.5.11 Costo de las acciones preferentes

El costo de las acciones preferentes es una función de su dividendo declarado. Este dividendo no es una obligación contractual de la empresa sino que es pagadero a discreción del consejo de directores. Por consiguiente, a diferencia de la deuda, no crea un riesgo de quiebra legal. Sin embargo, para los tenedores de acciones comunes, la acción preferente es un interés garantizado que tiene prioridad sobre el suyo cuando se presenta el pago de dividendos y la distribución de activos si la compañía se disuelve. La mayor parte de las empresas que emiten acciones preferentes tienen intención de pagar el dividendo establecido. El rendimiento requerido por el mercado para estas acciones, o simplemente el rendimiento sobre las acciones preferentes, sirve como nuestro estimado del costo de las acciones preferentes. Como las acciones preferentes no tienen fecha de vencimiento, su costo k_p se puede representar como:

$$K_p = D_p / P_0$$

Donde:

D_p = es el dividendo anual declarado y P_0 es el precio de mercado corriente de las acciones preferentes.

Sin embargo, las acciones preferentes ofrecen una característica deseable al inversionista corporativo. La ley fiscal estipula que, por lo general, 70% de los dividendos recibidos por una corporación a partir de otra están exentos de impuestos federales. Esta atracción sobre el lado de la demanda normalmente resulta en que los rendimientos sobre las acciones preferentes sean ligeramente menores que aquellos sobre los bonos emitidos por la misma empresa. Entonces,

es sólo después de impuestos que el financiamiento de deuda aparece más atractivo para la empresa emisora.

Costo de capital en acciones: enfoque del modelo de descuento de dividendos

El costo de capital en acciones es con mucho el costo más difícil de medir. En teoría, se puede definir como la tasa mínima de rendimiento que la empresa tendría que ganar sobre la parte financiada mediante capital de un proyecto de inversión, con el fin de no ocasionar cambios en el precio de mercado de la acción común. Si la empresa invierte en proyectos que tengan un rendimiento esperado inferior a su rendimiento requerido, el precio de mercado de la acción sufrirá a largo plazo.

En el contexto del modelo de capitalización de dividendos el costo del capital en acciones, k_e , se puede considerar como la tasa de descuento que iguala el valor actual de todos los dividendos futuros esperados por acción, tal como lo perciben los inversionistas al margen, con el precio actual de mercado por acción.

$$P_0 = \frac{D_1}{(1 + K_e)} + \frac{D_2}{(1 + K_e)^2} + \frac{D}{(1 + K_e)^3}$$

Donde:

P_0 = es el precio de mercado de una acción compartida al momento 0,

D = es el dividendo por acción que se espera pagar en el periodo t ,

K_a = es la tasa de descuento apropiada y la letra mayúscula griega

X = representa la suma de los dividendos futuros esperados, descontados, durante el periodo 1 hasta el infinito, siendo el infinito representado mediante el símbolo

Estimación de dividendos futuros.

Si se puede estimar con éxito los futuros dividendos que espera el mercado, es un asunto sencillo solucionarlo mediante la tasa de descuento que iguale esta

corriente con el valor actual de mercado de la acción. Debido a que los dividendos futuros esperados no son directamente observables, tienen que ser estimados. En esto se encuentra la principal dificultad para estimar el costo del capital en acciones. Para patrones razonablemente estables del crecimiento pasado se puede proyectar esa tendencia hacia el futuro. Sin embargo, es necesario moderar la proyección para tomar en cuenta el estado actual del mercado. El conocimiento de este estado puede provenir de revisar diversos análisis sobre la empresa en los periódicos y revistas financieros.

Fases de crecimiento.

Si se espera que el crecimiento en dividendos disminuya en el futuro, el modelo de crecimiento perpetuo no daría resultado. Es necesaria una modificación de la ecuación. Con frecuencia la transición en crecimiento es de una tasa de crecimiento por encima de lo normal respecto a una que se considere normal.

Por supuesto que mientras más segmentos de crecimiento se especifiquen, más se aproximará el patrón de crecimiento a una relación curvilínea.

Costo del capital en acciones: enfoque del modelo de fijación de precios de activos de capital.

En lugar de estimar la corriente de dividendos futuros de la empresa y después resolver mediante el costo del capital en acciones, se puede enfocar el problema directamente estimando la tasa de rendimiento requerida sobre las acciones comunes de la empresa. Por el estudio del modelo de fijación de precios de activos de capital (CAPM) se conoce la implicación siguiente tasa de rendimiento, R_1 , requerida para una acción común compartida:

$$R_1 = i + (R_m - i) /$$

Donde:

i = es la tasa libre de riesgo,

R_m es el rendimiento esperado para la cartera del mercado y β es el coeficiente beta para la acción.

Conocemos que, debido a la aversión que siente el mercado hacia el riesgo sistemático, mientras mayor sea la beta de una acción, será mayor su rendimiento requerido. La relación riesgo-rendimiento se describe como la *línea del mercado de valores* e implica que, en equilibrio de mercado, los precios de los valores serán tales que exista un compromiso lineal entre la tasa de rendimiento requerida y el riesgo sistemático como lo mide beta.

Sistema de ponderación. La suposición básica en cualquier sistema de ponderación es que la empresa en realidad obtendrá el capital en las proporciones especificadas. Debido a que la empresa obtiene el capital en forma *marginal* para realizar una inversión *marginal* en nuevos proyectos, es necesario trabajar con el costo marginal de capital para la empresa en forma global. Esta tasa depende del paquete de fondos utilizados para financiar los proyectos de inversión. En otras palabras, nuestro interés se centra en el capital nuevo o incremental, no en el capital obtenido en el pasado. Con el fin de que el costo promedio ponderado de capital represente un costo marginal, las ponderaciones utilizadas tienen que ser marginales; es decir, las ponderaciones tienen que corresponder a las proporciones del ingreso por financiamiento que la empresa piensa utilizar.

Si no es así, el capital se obtiene sobre una base marginal en proporciones distintas a las utilizadas para calcular este costo. Como resultado de ello, el costo promedio ponderado real del capital será diferente del calculado y utilizado para decisiones de inversiones de capital. Si el costo real es mayor que el medido, se aceptarán ciertos proyectos de inversión que dejarán a los inversionistas en una situación peor que antes. Por otra parte, si el costo real es menor que el costo medido, se rechazarán proyectos que aumentarían la riqueza del accionista.

La obtención de capital es "accidentada" y no se pueden mantener proporciones estrictas.

Costos de emisión. Los costos de emisión presentes en la venta de acciones comunes, acciones preferentes o de un instrumento de deuda, afectan la redituabilidad de las inversiones de una empresa. En muchos casos, a la nueva emisión se le tienen que fijar precios por debajo del precio de mercado del financiamiento existente; además, existen costos de emisión de contado. Debido a los costos de emisión, el monto de fondos que recibe la empresa es menor que el precio al que se vendió la emisión. La existencia de los costos de emisión en el financiamiento hace que sea necesario un ajuste en la evaluación de las propuestas de inversión.

Un enfoque, al cual nos referiremos como el método de **ajuste al desembolso inicial (AIO)**, trata los costos de emisión del financiamiento como una adición al desembolso de efectivo inicial del proyecto. De acuerdo con este procedimiento, el valor presente neto de un proyecto se calcula de acuerdo con:

$$NVP = \frac{N}{\sum_{X=1}^{N}} \frac{CF_T}{(1+K)^X} - (ICO + \text{Costo de emisión})$$

Donde:

CF_T es el flujo de efectivo del proyecto al momento t ,

ICO es el desembolso de efectivo inicial requerido por el proyecto, y

k es el costo de capital de la empresa.

Un segundo enfoque, más tradicional, exige un ajuste hacia arriba del costo de capital cuando están presentes costos de emisión. Este método, al cual nos referimos como el procedimiento del **ajuste a la tasa de descuento (ADR)**, consecuentemente ajusta la tasa de descuento de un proyecto para los costos de emisión y no para los flujos de efectivo del proyecto. Bajo este procedimiento cada componente del costo de capital volvería a ser calculado al encontrar la tasa de descuento que iguala el valor presente de los flujos de efectivo para los proveedores de capital con las *utilidades netas* de la emisión de un valor, en vez de con el precio de mercado. Los componentes de los costos resultantes

"ajustados" serían entonces ponderados y combinados para producir un costo global de capital "ajustado" para la empresa.

Los defensores del método MO sostienen que es superior al método ADR porque:

1 Es más simple y/o

2 La tasa de descuento derivada bajo el enfoque ADR no es el costo de capital "verdadero" y, por tanto, no da el "verdadero" valor de mercado de los flujos de efectivo de un proyecto. Se sugiere que se haga un ajuste del costo de emisión al desembolso inicial de efectivo del proyecto, y que el promedio ponderado del costo de capital "no ajustado" se utilice como la tasa de descuento. Sin embargo, debemos señalar que en muchas circunstancias (por ejemplo, en las que el financiamiento externo es una pequeña proporción del financiamiento total del proyecto las diferencias en los *NPV* resultantes bajo los dos métodos alternativos serán pequeñas. En tales casos, el método ADR es conveniente.

Razón de ser del costo promedio ponderado

La razón que apoya el uso de un costo de capital promedio ponderado es que, mediante el financiamiento en las proporciones especificadas y la aceptación de proyectos con un rendimiento superior al rendimiento requerido promedio ponderado, la empresa está en posibilidad de aumentar el precio de mercado de sus acciones. Este aumento se produce debido a que se espera que los proyectos de inversión aceptados den un rendimiento mayor sobre sus partes financiadas mediante capital, k_e . Una vez que el mercado se dé cuenta de estas expectativas, el precio de mercado de la acción de la empresa debe aumentar, debido a que las utilidades futuras esperadas por acción <y los dividendos por acción> son más altos que los estimados antes de la aceptación de los proyectos. La empresa ha aceptado proyectos que se espera brinden un rendimiento mayor que el requerido por los inversionistas al margen, sobre la base del riesgo presente.

Es necesario regresar a la suposición fundamental de que, con el transcurso del tiempo, la empresa se financia en las proporciones especificadas. Si es así, el

riesgo financiero de la empresa permanece aproximadamente sin cambios. Los costos "implícitos" del financiamiento están incluidos en el costo de capital promedio ponderado por el hecho de que una empresa tiene que complementar el financiamiento no basado en capital con financiamiento mediante capital. No obtiene capital en forma continua con fondos de deuda supuestamente más baratos sin aumentar su base de capital. La estructura de capital de la empresa no tiene que ser por necesidad óptima para que la empresa utilice el costo de capital promedio ponderado para fines de elaboración de presupuestos de capital. La consideración importante es que las ponderaciones utilizadas tienen que basarse sobre los planes del financiamiento futuro de la empresa. Si no es así, el costo de capital promedio ponderado calculado no corresponde al costo real de los fondos obtenidos y, como resultado de esto, las decisiones de elaboración de presupuestos de capital probablemente se encuentren en por debajo de lo óptimo.

El uso de una cifra de costo de capital promedio ponderado tiene que llenar los requisitos también para los puntos que se presentaron antes. Supone que las propuestas de inversión bajo estudio no difieren en el riesgo sistemático, o inevitable de la empresa y, que el riesgo residual de las propuestas no brinda beneficio de diversificación alguno para el empresa. Sólo en estas circunstancias la cifra del costo de capital obtenida resulta apropiada como criterio de aceptación. Estas suposiciones son en extremo limitantes. Implican que los proyectos de una empresa son homogéneos por completo en relación con el riesgo y que sólo se tomarán en cuenta proyectos del mismo riesgo.

Si se cumplen aproximadamente las condiciones observadas, el costo de capital promedio ponderado de la empresa se puede utilizar como el criterio de aceptación. Si la empresa produjera sólo un artículo y todas las propuestas bajo estudio se relacionaran con la mercadotecnia y la producción de ese artículo, probablemente resultaría adecuado el uso del costo de capital global de la empresa como el criterio de aceptación. (Sin embargo, aun aquí pueden existir diferencias lo bastante importantes en cuanto al riesgo entre las propuestas de inversión como para merecer un estudio por separado). Para una empresa de

productos múltiples con propuestas de inversión de diversos riesgos, resulta inadecuado el uso de una tasa de rendimiento requerida global. En este caso se debe usar la tasa de rendimiento requerida para la propuesta específica, tal como se determina con los métodos que se presentan en la siguiente sección. Entonces la clave es la homogeneidad en relación con el riesgo de los proyectos de inversión existentes y las propuestas de inversión bajo estudio.

Ponderaciones de mercado versus ponderaciones contables

Los valores de mercado normalmente difieren de los valores registrados por los contables en los libros de la empresa. El valor contable del capital de Geothermal refleja el dinero invertido en el pasado por los accionistas o reinvertido por la empresa en sí misma. Si los inversores reconocen excelentes perspectivas a Geothermal, el valor de mercado del capital puede ser muy superior al valor contable, y el ratio de endeudamiento será menor cuando se mida en términos de valores de mercado que cuando se mida en términos contables.

Los directivos financieros utilizan ratios de endeudamiento a valores contables para muchos otros propósitos, y a veces, sin pensarlo miran a los libros contables cuando calculan las ponderaciones del costo de capital de la empresa. Esto es un error, porque el costo de capital de la empresa mide lo que los inversores esperan de la empresa, y depende de cómo *ellos* valoren los títulos de la empresa. Este valor depende de los beneficios futuros y de los flujos de tesorería, no de la historia contable. Los valores contables, aunque útiles para muchos otros fines, sólo miden los resultados acumulados históricos, no miden con precisión en general los valores de mercado.

Resumen de contenido

Todo financiamiento trae consigo un costo, el costo de capital es la tasa de rendimiento que debe obtener la empresa sobre sus inversiones para que su valor en el mercado permanezca inalterado, teniendo en cuenta que este costo es también la tasa de descuento de las utilidades empresariales futuras, es por ello que el administrador de las finanzas empresariales debe proveerse de las herramientas necesarias para tomar las decisiones sobre las inversiones a realizar y por ende las que más le convengan a la organización.

Para analizar de manera concienzuda el costo de capital, es necesario conocer los principales estados financieros que intervienen en este estudio así como los conceptos que lo componen. Dentro de estos conceptos el *capital* es uno de los más importantes, ya que en este punto se basa nuestro estudio, para ello es imprescindible determinar sus componentes, su estructura así como los tipos de capital a considerar.

Por último, el análisis del costo de capital nos permite desarrollar una serie de procedimientos específicos que se concretan en la capítulo IV de esta tesis. Estos procedimientos nos llevan a métodos específicos para calcular el costo de capital, uno de ellos es el promedio ponderado del costo de capital.

Capítulo IV
EL COSTO DE CAPITAL EN LAS EMPRESAS
MEXICANAS:
EL CASO DE FEMSA, TELMEX Y PEÑOLES.

- 4.1 Estados financieros y cálculo del costo de capital de FEMSA
- 4.2 Estados Financieros y cálculo del costo de capital de PEÑOLES
- 4.3 Estados financieros y cálculo del costo de capital TELMEX

4. EL COSTO DE CAPITAL EN LAS EMPRESAS MEXICANAS: EL CASO DE FEMSA, TELMEX Y PEÑOLES.

4.1 Estados financieros y cálculo del costo de capital de FEMSA

4.2 Estados Financieros y cálculo del costo de capital de PEÑOLES

4.3 Estados financieros y cálculo del costo de capital TELMEX

Introducción.

Considerando la importancia que trae consigo la práctica en toda investigación, se desarrolla el siguiente caso práctico con el fin de ilustrar los conceptos que se manejaron en los tres capítulos anteriores. Para ello, se escogieron tres empresas que representaran en gran medida el caso de costo de capital. En un principio se pensó en desarrollar este caso con una pequeña empresa, pero se encontraron algunos inconvenientes, por un lado este tipo de empresa difícilmente maneja en forma estratégica sus deudas, además el número de las mismas son pequeñas en monto y en frecuencia. Por otro lado, la obtención de información contable-financiera era casi imposible, ya que las empresas no ventilan este tipo de información de manera pública.

Fue entonces una de las soluciones más viables el acudir a la Bolsa Mexicana de Valores, ya que publica periódicamente los estados financieros de las empresas que cotizan dentro de ella. el siguiente paso fue tomar una primera muestra de las principales empresas que por un lado nos permitan realizar el caso práctico y por otro lado sea representativos de las empresas mexicanas, en un principio se obtuvieron información de 6 empresas, para después definir este caso práctico con tres empresas principales: TELMEX, FEMSA Y Peñoles.

A continuación se presentan la información contable-financiera correspondiente al segundo trimestre del 2004 de cada una de ellas, esta información se consulto en el mes de septiembre del 2004, la cual nos permitirá desarrollar los cálculos

correspondientes para determinar el costo de capital al cual están incurriendo cada una de estas empresas.

Finalmente, el próximo y último capítulo de esta investigación destaca un análisis de la información obtenida de esta práctica y terminamos con las conclusiones correspondientes a este documento.

4.1 Estados financieros y cálculo del costo de capital de FEMSA

FOMENTO ECONÓMICO MEXICANO (FEMSA)

Estado de situación financiera

Estado de situación financiera desglosado

Estado de resultado

Estado de resultado desglosado

Estado de cambios

Estado de cambios desglosado

Razones financieras

Datos por acción

Costo de capital promedio ponderado

- a) Costo componente de la deuda
- b) Costo de las acciones preferentes
- c) Costo de las acciones comunes
- d) Costo de las utilidades retenidas

1. Enfoque de rendimiento en bonos, más prima de riesgo.

BOLSA MEXICANA DE VALORES, S.A. DE C.V.

Clave de Cotización: FEMSA

FOMENTO ECONOMICO MEXICANO, S.A. DE C.V.

TRIMESTRE: 2 AÑO: 2004

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA

Consolidado

AL 31 DE DICIEMBRE DE 2004 Y 2003

(Miles de Pesos)

INFORMACIÓN DICTAMINADA

Impresión Final

REF S	CONCEPTOS	Trimestre año actual		Trimestre año anterior	
		Importe	%	Importe	%
1	ACTIVO TOTAL	107,383,863	100	105,107,375	100
2	ACTIVO CIRCULANTE	21,354,790	20	21,865,426	21
3	Efectivo en inversiones temporales	7,890,497	7	8,049,620	8
4	Clientes y documentos por cobrar (neto)	4,348,956	4	4,573,138	4
5	Otras cuentas y documentos por cobrara (neto)	2,129,854	2	2,281,507	2
6	Inventarios	6,986,483	7	6,961,163	7
7	Otras activos circulantes	0	0	0	0
8	LARGO PLAZO	1,172,899	1	895,520	1
9	Cuentas y documentos por cobrar (neto)	247,150	0	175,196	0
10	Inversiones en acciones subsidiarias y asociadas no consolidadas	925,549	1	720,324	1
11	Otras inversiones	0	0	0	0
12	INMUEBLES, PLANTA Y EQUIPO	42,887,875	40	42,739,872	41
13	Inmuebles	5,427,168	5	5,283,753	5
14	Maquinarias y equipo industrial	64,561,863	60	62,334,829	59
15	Otros equipos	0	0	0	0
16	Depreciación acumulada	28,955,729	27	27,059,869	26
17	Construcciones en proceso	1,953,775	2	2,100,563	2
18	Activo Diferido (neto)	35,763,903	33	33,964,933	32
19	Otros Activos Circulantes	6,198,692	6	5,642,364	5
20	Pasivo Total	56,135,952	100	61,669,371	100
21	Pasivo Circulante	16,490,605	29	19,426,435	32
22	Proveedores	6,499,589	12	6,429,806	10
23	Créditos Bancarios	4,690,559	8	7,340,123	12
24	Créditos Bursátiles	0	0	0	0
25	Impuestos por Pagar	1,546,882	3	1,587,987	3
26	Otros Pasivos Circulantes	3,753,575	7	4,069,519	7
27	Pasivo a Largo Plazo	31,744,244	57	34,406,648	56
28	Créditos Bancarios	21,774,244	39	23,969,648	39
29	Créditos Bursátiles	10,000,000	18	10,437,000	17
30	Otros Créditos	0	0	0	0
31	Créditos Diferidos	5,316,869	9	5,193,476	8
32	Otros Pasivos	2,553,834	5	2,642,812	4
33	Capital Contable	51,247,517	100	43,438,894	100
34	Participación Minoritaria	20,185,263	39	16,600,548	38
35	Capital Contable Mayoritario	31,062,316	61	26,837,464	62
36	Capital Contribuido	16,568,295	32	16,568,295	38
37	Capital Social Pagado (Nominal)	2,648,655	5	2,648,655	6
38	Actualización Capital Social Pagado	1,662,971	3	1,662,971	4
39	Prima en Venta de Acciones	12,256,669	24	12,256,669	28
40	Aportaciones para Futuros Aumentos de Capital	0	0	0	0
41	Capital Ganado (Perdido)	14,494,819	28	10,269,169	24
42	Resultados Acumulados y Reserva de Capital	15,340,819	30	12,707,627	29
43	Reserva para Recompra de Acciones	3,000,000	6	3,000,000	7
44	Exceso (Insuficiencia) en la Actualización de Capital Contable	-6,281,064	-12	-6,655,110	-15
45	Resultado Neto del Ejercicio	2,434,465	5	1,216,652	3

BOLSA MEXICANA DE VALORES, S.A. DE C.V.

Clave de Cotización: FEMSA

FOMENTO ECONOMICO MEXICANO, S.A. DE C.V.

TRIMESTRE: 2 AÑO: 2004

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA

DESGLÓSE DE PRINCIPALES CONCEPTOS

CONSOLIDADO

(Miles de Pesos)

INFORMACIÓN DICTAMINADA

Impresión Final

REF S	CONCEPTOS	TRIMESTRE AÑO ACTUAL		TRIMESTRE AÑO ANTERIOR	
		IMPORTE	%	IMPORTE	%
3	EFFECTIVO E INVERSIONES TEMPORALES	7,890,497	100	8,049,620	100
46	EFFECTIVO	1,708,076	22	1,549,087	19
47	INVERSIONES TEMPORALES	6,182,421	78	6,500,533	81
18	CARGOS DIFERIDOS	35,769,903	100	33,964,993	100
48	GASTOS AMORTIZABLES (NETO)	724,854	2	529,300	2
49	CREDITO MERCANTIL	187,903	1	202,081	1
50	IMPUESTOS DIFERIDOS	0	0	0	0
51	OTROS	34,857,106	97	33,233,802	98
21	PASIVO CIRCULANTE	16,490,605	100	19,426,435	100
52	PASIVOS EN MONEDA EXTRANJERA	8,914,743	54	17,485,789	90
53	PASIVOS EN MONEDA NACIONAL	7,575,862	46	1,960,686	10
24	CREDITOS BURSATILES CORTO PLAZO	0	100	0	100
54	PAPEL COMERCIAL	0	0	0	0
55	PAGARE DE MEDIANO PLAZO	0	0	0	0
56	PORCIÓN CIRCULANTE DE OBLIGACIONES	0	0	0	0
26	OTROS PASIVOS CIRCULANTES	3,753,575	100	4,069,519	100
57	OTROS PASIVOS CIRCULANTES CON COSTO	5,859	0	5,855	0
58	OTROS PASIVOS CIRCULANTES SIN COSTO	3,747,716	100	4,063,664	100
27	PASIVO A LARGO PLAZO	31,774,244	100	34,406,648	100
59	PASIVO EN MONEDA EXTRANJERA	12,058,879	38	18,548,584	49
60	PASIVO EN MONEDA NACIONAL	19,715,565	62	17,859,084	52
29	CREDITOS BURSATILES A LARGO PLAZO	10,000,000	100	10,437,000	100
61	OBLIGACIONES	0	0	0	0
62	PAGARE DE MEDIANO PLAZO	10,000,000	100	10,437,000	100
30	OTROS CREDITOS	0	100	0	100
63	OTROS CREDITOS CON COSTO	0	0	0	0
64	OTROS CREDITOS SIN COSTO	0	0	0	0
31	CREDITOS DIFERIDOS	5,316,869	100	5,193,476	100
65	CREDITO MERCANTIL	0	0	0	0
66	IMPUESTOS DIFERIDOS	3,363,601	63	3,586,119	69
67	OTROS	1,953,268	37	1,607,357	31
32	OTROS PASIVOS	2,553,834	100	2,642,812	100
68	RESERVAS	0	0	0	0
69	OTROS PASIVOS	2,553,834	100	2,642,812	100
44	EXCESO (INSUFICIENCIA) EN LA ACTUALIZACIÓN DEL CAPITAL CONTABLE	-6,281,064	100	-6,655,110	100
70	RESULTADO ACUMULADO POR POSICION MONETARIA	0	0	0	0
71	RESULTADO POR TENENCIA DE ACTIVOS NO MONETARIOS	-6,281,064	-100	-6,655,110	-100

BOLSA MEXICANA DE VALORES, S.A. DE C.V.

Clave de Cotización: FEMSA

FOMENTO ECONOMICO MEXICANO, S.A. DE C.V.

TRIMESTRE: 2 AÑO: 2004

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA

DESGLÓSE DE PRINCIPALES CONCEPTOS

CONSOLIDADO

(Miles de Pesos)

INFORMACIÓN DICTAMINADA

Impresión Final

REF S	CONCEPTOS	TRIMESTRE AÑO ACTUAL		TRIMESTRE AÑO ANTERIOR	
		IMPORTE		IMPORTE	
72	CAPITAL DE TRABAJO		4,864,185		2,438,891
73	FONDO PARA PENSIONES Y PRIMA DE ANTIGÜEDAD		1,953,268		1,607,357
74	NÚMERO DE FUNCIONARIOS (*)		925		780
75	NÚMERO DE EMPLEADOS (*)		45,159		50,688
76	NÚMERO DE OBREROS (*)		39,520		38,048
77	NÚMERO DE ACCIONES EN CIRCULACIÓN (*)		5,297,310,450		5,297,310,450
78	NÚMERO DE ACCIONES RECOMPRADAS (*)		0		0

(*) DATOS EN UNIDADES

Clave de Cotización: FEMSA TRIMESTRE: 2 AÑO: 2004
 FOMENTO ECONOMICO MEXICANO, S.A. DE C.V.

ESTADO DE RESULTADO **CONSOLIDADO**
 DEL 1 DE ENERO AL 31 DE DICIEMBRE DE 2004 Y 2003
 (Miles de Pesos)

INFORMACIÓN DICTAMINADA		Impresión Final			
REF R	CONCEPTOS	TRIMESTRE AÑO ACTUAL		TRIMESTRE AÑO ANTERIOR	
		Importe	%	Importe	%
1	VENTAS NETAS	43,712,101	100	33,438,603	100
2	COSTO DE VENTAS	23,197,649	53	17,355,583	52
3	RESULTADO BRUTO	20,514,452	47	16,083,020	48
4	GASTOS DE OPERACIÓN	14,296,951	33	10,806,450	32
5	RESULTADO DE OPERACIÓN	6,217,501	14	5,276,570	16
6	COSTO INTEGRAL DE FINANCIAMIENTO	1,111,485	3	1,552,257	5
7	RESULTADO DESPUES DE COSTO INTEGRAL DE FINANCIAMIENTO	5,106,016	12	3,724,313	11
8	OTRAS OPERACIONES FINANCIERAS	230,801	1	568,298	2
9	RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS Y P.T.U.	4,875,215	11	3,156,015	9
10	PROVISIÓN PARA IMPUESTOS Y P.T.U.	1,920,300	4	1,328,550	4
11	RESULTADO NETO DESPUES DE IMPUESTOS Y P.T.U.	2,954,915	7	1,827,465	5
12	PARTICIPACIÓN EN LOS RESULTADOS DE SUBSIDIARIAS Y ASOCIADAS NO CONSOLIDADAS	0	0	0	0
13	RESULTADO NETO POR OPERACIONES CONTINUAS	2,954,915	7	1,827,465	5
14	RESULTADO POR OPERACIONES DISCONTINUADAS (NETO)	0	0	0	5
15	RESULTADO NETO ANTES DE PARTIDAS EXTRAORDINARIAS	2,954,915	7	0	0
16	PARTIDAS EXTRAORDINARIAS EGRESO (INGRESO) NETO	-1,174,995	-3	0	0
17	EFFECTO AL INICIO DEL EJERCICIO POR CAMBIOS EN PRINCIPIOS DE CONTABILIDAD (NETO)	0	0	0	0
18	RESULTADO NETO	4,129,910	9	1,827,465	5
19	PARTICIPACIÓN MINORITARIA	1,695,445	4	610,813	2
20	RESULTADO NETO MAYORITARIO	2,434,465	6	1,216,652	4

Clave de Cotización: FEMSA TRIMESTRE: 2 AÑO: 2004
 FOMENTO ECONOMICO MEXICANO, S.A. DE C.V.

ESTADO DE RESULTADO CONSOLIDADO
 DESGLOSE DE PRINCIPALES CONCEPTOS
 (Miles de Pesos)

INFORMACIÓN DICTAMINADA		Impresión Final			
REF R	CONCEPTOS	TRIMESTRE AÑO ACTUAL		TRIMESTRE AÑO ANTERIOR	
		Importe	%	Importe	%
1	VENTAS NETAS	43,712,101	100	33,438,603	100
21	NACIONALES	33,484,964	77	28,850,776	86
22	EXTRANJERAS	10,227,137	23	4,587,827	14
23	CONVERSIÓN A DOLARES	888,366	2	398,515	1
8	COSTO INTEGRAL DE FINANCIAMIENTO	1,111,485	100	1,552,257	100
24	INTERESES PAGADOS	1,668,637	150	960,792	62
25	PERDIDA EN CAMBIOS	402,678	36	190,901	12
26	INTERESES GANADOS	180,322	16	343,154	22
27	GANACIA EN CAMBIOS	235,775	21	-779,775	-50
28	RESULTADO POR POSICIÓN MONETARIA	-543,733	-49	-36,057	-2
42	PERDIDA EN ACTUALIZACIÓN DE UDI'S	0	0	0	0
43	GANANCIA EN ACTUALIZACIÓN DE UDI'S	0	0	0	0
8	OTRAS OPERACIONES FINANCIERAS	230,801	100	568,298	100
29	OTROS GASTOS Y (PRODUCTOS) NETO	230,801	100	568,298	100
30	PERDIDA (UTILIDAD) EN VENTA DE ACCIONES PROPIAS	0	0	0	0
31	PERDIDA (UTILIDAD) EN VENTA DE INVERSIONES TEMPORALES	0	0	0	0
10	PROVISIÓN PARA IMPUESTOS Y P.T.U.	1,920,300	100	1,328,550	100
32	I.S.R.	2,140,389	111	1,194,705	90
33	I.S.R. DIFERIDO	-453,752	-24	-23,959	-2
34	P.T.U.	233,663	12	157,804	12
35	P.T.U. DIFERIDA	0	0	0	0

ESTADO DE CAMBIOS EN LA SITUACIÓN FINANCIERA
DESGLOSE DE PRINCIPALES CONCEPTOS
(Miles de Pesos)

CONSOLIDADO

INFORMACIÓN DICTAMINADA

Impresión Final

REF C	CONCEPTOS	TRIMESTRE AÑO ACTUAL	TRIMESTRE AÑO ANTERIOR
		Importe	Importe
1	RESULTADO NETO	4,129,910	1,827,465
2	PARTIDAS APLICADAS A RESULTADO QUE NO REQUIEREN UTILIZACIÓN DE RECURSOS	2,697,778	2,850,850
3	FLUJO DERIVADO DEL RESULTADO NETO DEL EJERCICIO	6,827,688	4,678,115
4	FLUJO DERIVADO DE CAMBIOS EN EL CAPITAL DE TRABAJO	-1,037,380	-2,699,662
5	RECURSOS GENERADOS (UTILIZADOS) POR LA OPERACIÓN	5,790,308	1,978,453
6	FLUJO DERIVADO POR FINANCIAMIENTO AJENO	-2,173,114	24,964,398
7	FLUJO DERIVADO POR FINANCIAMIENTO PROPIO	-814,603	-1,086,290
8	RECURSOS GENERADOS (UTILIZADOS) MEDIANTE FINANCIAMIENTO	-2,987,717	23,878,108
9	RECURSOS GENERADOS (UTILIZADOS) EN ACTIVIDADES DE INVERSIÓN	-2,818,978	-33,287,429
10	INCREMENTO (DECREMENTO) NETO EN EFECTIVO E INVERSIONES TEMPORALES	-16,837	-7,430,868
11	EFECTIVO E INVERSIONES TEMPORALES AL INICIO DEL PERIODO	7,906,884	15,480,488
12	EFECTIVO E INVERSIONES TEMPORALES AL FINAL DEL PERIODO	7,890,497	8,049,620

ESTADO DE CAMBIOS EN LA SITUACIÓN		CONSOLIDADO	
DESGLÓSE DE PRINCIPALES CONCEPTOS			
(Miles de Pesos)			
INFORMACIÓN DICTAMINADA		Impresión Final	
REF. C	CONCEPTOS	TRIMESTRE AÑO ACTUAL Importe	TRIMESTRE AÑO ANTERIOR Importe
2	PARTIDAS APLICADAS A RESULTADOS QUE NO REQUIEREN UTILIZACIÓN DE RECURSOS		
13	DEPRECIACIÓN Y AMORTIZACIÓN DEL EJERCICIO	2,697,778	2,850,650
14	INCREMENTO (DECREMENTO) NETO EN LA RESERVA PARA PENSIÓN Y PRIMA DE ANTIGÜEDAD	2,874,230	2,339,910
15	PERDIDA (GANANCIA) NETA EN CAMBIO	93,986	52,704
16	PERDIDA (GANANCIA) NETA POR ACTUALIZACIÓN DE PASIVOS Y ACTIVOS	0	0
17	OTRAS PARTIDAS	0	0
40	OTRAS PARTIDAS QUE NO TIENEN QUE VER CON EBITDA		
4	FLUJO DERIVADO DE CAMBIO EN EL CAPITAL DE TRABAJO	-270,438	458,036
18	DECREMENTO (INCREMENTO) EN CUENTAS POR COBRAR	-1,037,380	-2,699,662
19	DECREMENTO (INCREMENTO) EN INVENTARIOS	-228,359	48,668
20	DECREMENTO (INCREMENTO) EN OTRAS CUENTAS POR COBRAR Y OTROS ACTIVOS	-287,565	-613,959
21	INCREMENTO (DECREMENTO) EN PROVEEDORES	-847,525	-975,902
22	INCREMENTO (DECREMENTO) EN OTROS PASIVOS	78,879	-932,170
6	FLUJO DERIVADO POR FINANCIAMIENTO AJENO	247,490	-226,299
23	FINANCIAMIENTO BANCARIO Y BURSÁTIL A CORTO PLAZO	-2,173,114	24,964,398
24	FINANCIAMIENTO BANCARIO BURSÁTIL A LARGO PLAZO	-427,199	-3,676,864
25	DIVIDENDOS COBRADOS	-1,826,832	21,352,928
26	OTROS FINANCIAMIENTOS	0	0
27	AMORTIZACIÓN DE FINANCIAMIENTOS BANCARIOS	696,643	7,379,609
28	AMORTIZACIÓN DE FINANCIAMIENTOS BURSÁTILES	-615,926	-91,275
29	AMORTIZACIÓN DE OTROS FINANCIAMIENTOS	0	0
7	FLUJO DERIVADO POR FINANCIAMIENTO PROPIO	0	0
30	INCREMENTO (DECREMENTO) EN EL CAPITAL SOCIAL	-814,603	-1,086,290
31	DIVIDENDOS PAGADOS	0	-1
32	PRIMA EN VENTA DE ACCIONES	-814,603	-1,086,289
33	APORTACIONES PARA FUTUROS AUMENTOS DE CAPITAL	0	0
9	RECURSOS GENERADOS (UTILIZADOS) EN ACTIVIDADES DE INVERSIÓN	0	0
34	DECREMENTO (INCREMENTO) EN INVERSIONES DE ACCIONES CON CARÁCTER PERMANENTE	2,818,978	-33,267,429
35	ADQUISICIÓN DE INMUEBLES, PLANTA Y EQUIPO	64,955	-29,812,632
36	INCREMENTO EN CONSTRUCCIONES EN PROCESO	-1,314,273	-1,833,234
37	VENTAS DE OTRAS INVERSIONES CON CARÁCTER PERMANENTE	0	0
38	VENTAS DE ACTIVOS FIJOS TANGIBLES	0	0
39	OTRAS PARTIDAS	-1,569,660	-1,641,563

BOLSA MEXICANA DE VALORES

Clave de Cotización: FEMSA
FOMENTO ECONOMICO MEXICANO, S.A. DE C.V.

TRIMESTRE: 2 AÑO: 2004

**RAZONES Y PROPORCIONES
INFORMACIÓN CONSOLIDADA**

REF.	RAZÓN FINANCIERA	FORMULA	INTERPRETACIÓN
RENDIMIENTO			
1	RESULTADO NETO A VENTAS NETAS =	$\frac{\text{RESULTADO NETO CONSOLIDADO}}{\text{VENTAS NETAS}} \times 100 =$ $\frac{4,129,910}{43,712,101} \times 100 =$	9.45%
2	RESULTADO NETO A CAPITAL CONTABLE =	$\frac{\text{RESULTADO NETO MAYORITARIO}}{\text{CAPITAL CONTABLE MAYORITARIO}} \times 100 =$ $\frac{2,434,465}{31,062,314} \times 100 =$	7.84%
3	RESULTADO NETO A ACTIVO TOTAL =	$\frac{\text{RESULTADO NETO CONSOLIDADO}}{\text{ACTIVO TOTAL}} \times 100 =$ $\frac{4,129,910}{107,383,069} \times 100 =$	3.85%
4	DIVIDENDO EN EFECTIVO A RESULTADO NETO DEL EJERCICIO ANTERIOR =	$\frac{\text{DIVIDENDOS PAGADOS EN EL PERIODO}}{\text{RESULTADO NETO MAYORITARIO DEL EJERCICIO ANTERIOR}} \times 100 =$ $\frac{-\$814,603.00}{\dots} \times 100 =$	-68.95%

			1,218,852	
5	RESULTADO POR POSICION MONETARIA A RESULTADO NETO =	<u>Re Po Mo</u> RESULTADO NETO CONSOLIDADO	X 100 =	18.59%
		<u>-543,733</u>	X 100 =	-13.17
		4,129,810		
ACTIVIDAD				
6	VENTAS NETAS A ACTIVO TOTAL =	<u>VENTAS NETAS</u> ACTIVO TOTAL		0.41 veces
		<u>43,712,101</u>		0.41
		107,383,069		
7	VENTAS NETAS A = ACTIVO FIJO	<u>VENTAS NETAS</u> INMUEBLES, PLANTA Y EQUIPO		1.02 veces
		<u>43,712,101</u>		1.02
		42,887,075		
8	ROTACION DE = INVENTARIOS	<u>COSTO DE VENTAS</u> INVENTARIO		3.32 VECES
		<u>23,197,649</u>		3.32
		6,996,483		
9	DIAS DE VENTAS POR = COBRAR	<u>CLIENTES Y DOCUMENTOS POR COBRAR / 1.10</u> VENTAS NETAS	x90 x4 =	31.1 DIAS

		$\frac{4,348,958}{43,712,101} \times 100 = 31.1$	
10	INTERESES PAGADOS A PASIVO TOTAL CON COSTO =	$\frac{\text{INTERESES PAGADOS}}{\text{CREDITOS BANCARIOS A CORTO Y LARGO PLAZO}} \times 100 = 4.58\%$	
		$\frac{1,888,837}{36,464,803} = 4.58\%$	
APALANCAMIENTO			
11	PASIVO TOTAL A ACTIVO TOTAL =	$\frac{\text{PASIVO TOTAL}}{\text{ACTIVO TOTAL}} \times 100 = 52.28\%$	
		$\frac{56,135,652}{107,383,069} \times 100 = 52.28$	
12	PASIVO TOTAL A CAPITAL CONTABLE =	$\frac{\text{PASIVO TOTAL}}{\text{CAPITAL CONTABLE CONSOLIDADO}} \times 100 = 1.10 \text{ VECES}$	
		$\frac{58,135,652}{51,247,517} \times 100 = 1.10$	
13	PASIVO EN MONEDA EXTRANJERA A PASIVO TOTAL =	$\frac{\text{PASIVO EN MONEOA EXTRANJERA CORTO Y LARGO PLAZO}}{\text{PASIVO TOTAL}} \times 100 = 37.35\%$	
		$\frac{20,973,422}{56,135,652} \times 100 = 37.36$	

14	PASIVO A LARGO PLAZO =	<u>PASIVOS A LARGO PLAZO</u>	x 100 =	74.02%
	A ACTIVO FIJO	<u>INMUEBLES, PLANTA Y EQUIPO</u>		
		<u>31,744,244</u>	x 100 =	74.02
		42,887,075		
15	RESULTADO DE OPERACIÓN A =	<u>RESULTADOS DE OPERACIÓN</u>	x 100 =	3.73 VECES
	INTERESES PAGADOS	<u>INTERESES PAGADOS</u>		
		<u>6,217,501</u>	x 100 =	3.73
		1,668,637		
16	VENTAS NETAS A =	<u>VENTAS NETAS</u>	x 100 =	.78 VECES
	PASIVO TOTAL	<u>PASIVO TOTAL</u>		
		<u>43,712,101</u>	x 100 =	0.78
		56,135,552		
LIQUIDEZ				
17	ACTIVO CIRCULANTE =	<u>ACTIVO CIRCULANTE</u>		1.29 VECES
	PASIVO CIRCULANTE	<u>PASIVO CIRCULANTE</u>		
		<u>21,354,790</u>		1.29
		18,490,605		
18	ACTIVO CIRCULANTE MENOS INVENTARIOS A PASIVO CIRCULANTE	<u>ACTIVO CIRCULANTE-INVENTARIO</u>		0.87
		<u>PASIVO CIRCULANTE</u>		
		<u>14,368,307</u>		0.87
		16,490,605		

19 ACTIVO CIRCULANTE A = $\frac{\text{ACTIVO CIRCULANTE}}{\text{PASIVO TOTAL}}$ 0.38 VECES

$\frac{21,354,790}{58,135,552}$ 0.38

20 ACTIVO DISPONIBLE A = $\frac{\text{ACTIVO DISPONIBLE}}{\text{PASIVO CIRCULANTE}} \times 100 =$ 47.85%

$\frac{7,890,497}{18,490,805} \times 100 =$ 47.85

FLUJO DE EFECTIVO

21 FLUJO DERIVADO DEL RESULTADO NETO A = $\frac{\text{FLUJO DERIVADO DEL RESULTADO NETO DEL EJERCICIO}}{\text{VENTAS NETAS}} \times 100 =$ 15.62%

$\frac{6,827,688}{43,712,101} \times 100 =$ 15.62

22 FLUJO DERIVADO DE CAMBIOS EN EL CAPITAL DE TRABAJO A VENTAS NETAS = $\frac{\text{FLUJO DERIVADO DE CAMBIOS EN EL CAPITAL DE TRABAJO}}{\text{VENTAS NETAS}} \times 100 =$ -2.37%

$\frac{-1,037,380}{43,712,101}$ -2.37

23	INTERESES PAGADOS A RECURSOS GENERADOS = (UTILIZADOS) POR LA OPERACIÓN	RECURSOS OPERADOS (UTILIZADOS) POR <u>LA OPERACIÓN</u> INTERESES PAGADOS	3.47 VECES
		5,790,308	3.47
		1,668,637	
24	FINANCIAMIENTO AJENO A RECURSOS GENERADOS (UTILIZADOS) POR LA OPERACIÓN =	<u>FLUJO DERIVADO POR FINANCIAMIENTO AJENO</u> x 100 = RECURSOS GENERADOS (UTILIZADOS) POR FINANCIAMIENTO	72.73%
		-2,173,114	72.73
		-2,987,717	
25	FINANCIAMIENTO PROPIO A RECURSOS GENERADOS (UTILIZADOS) POR FINANCIAMIENTO =	<u>FLUJO DERIVADO POR FINANCIAMIENTO PROPIO</u> RECURSOS GENERADOS (UTILIZADOS) POR FINANCIAMIENTO	27.27%
		-814,603	27.27
		-2,987,717	
26	ADQUISICIÓN DE INMUEBLES PLANTA Y EQUIPO A RECURSOS GENERADOS (UTILIZADOS) EN ACTIVIDADES DE INVERSIÓN	ADQUISICIÓN DE INMUEBLES, PLANTA Y <u>EQUIPO</u> RECURSOS GENERADOS (UTILIZADOS) POR ACTIVIDADES DE INVERSIÓN	48.82%

-1,314,273

-2,818,978

48.82%

RAZONES DE VALUACION O DE MERCADO

1	RESULTADO NETO POR ACCION ORDINARIA =	<u>RESULTADO NETO MAYORITARIO</u> NUMERO DE ACCIONES	\$	7.44
		<u>2,434,465</u> 5,297,310,450		7.44%
2	VALOR CONTABLE POR ACCION ORDINARIA =	<u>CAPITAL CONTABLE MAYORITARIO</u> NUMERO DE ACCIONES	\$	0.59
		<u>31,082,314</u> 5,297,310,450		0.59%
3	DIVIDENDO EN EFECTIVO POR ACCION =	<u>DIVIDENDO EN EFECTIVO PAGADO EN EL PERIODO</u> NUMERO DE ACCIONES	\$0	
		<u>\$0.10</u> 5,297,310,450		0.00%
4	DIVIDENDO EN ACCIONES POR ACCION =	<u>IMPORTE DE LA CAPITALIZACION EN EL PERIODO</u> NUMERO DE ACCIONES	\$0.00	
		<u>0</u>		0.00%

5,297,310,450

5	VALOR DE MERCADO (ULTIMO HECHO) A VALOR EN LIBROS =	$\frac{\text{VALOR DE MERCADO DE LA ACCION}}{\text{CAPITAL CONTABLE MAYORITARIO /NUMERO DE ACCIONES}}$	999.35 VECES
		$\frac{5.86}{0.01}$	999.35
6	VALOR DE MERCADO (ULTIMO HECHO) = UTILIDAD POR ACCION	$\frac{\text{VALOR DE MERCADO DE LA ACCION}}{\text{RESULTADO NETO MAYORITARIO/ NUMERO DEACCIONES}}$	12,751.15 VECES
		$\frac{5.86}{0.00}$	12,751.15

BOLSA MEXICANA DE VALORES, S.A. DE C.V.

Clave de Cotización: FEMSA
FOMENTO ECONOMICO MEXICAN

ANO: 2004

**DATOS POR ACCION
INFORMACIÓN CONSOLIDADA**

INFORMACION DICTAMINADA

REF D	CONCEPTOS	Impresion Final	
		TRIMESTRE AÑO ACTUAL	TRIMESTRE AÑO ANTERIOR
		Importe	Importe
1	UTILIDAD BASICA POR ACCION ORDINARIA (**)	\$ 0.74	\$ 0.44
2	UTILIDAD BASICA POR ACCION PREFERENTE (**)	\$ 0.92	\$ 0.55
3	UTILIDAD DILUIDA POR ACCION (**)	\$ -	\$ -
4	UTILIDAD DE OPERACIONES CONTINUAS POR ACCION ORDINARIA (UOCPA) (**)	\$ 0.74	\$ 0.44
5	EFEECTO DE OPERACIONES DISCONTINUADAS EN UOCPA (**)	\$ -	\$ -
6	EFEECTO DE RESULTADOS EXTRAORDINARIOS EN UOCPA (**)	\$ -	\$ -
7	EFEECTO DE CAMBIOS EN PRINCIPIOS DE CONTABILIDAD EN UOCPA (**)	\$ -	\$ -
8	VALOR EN LIBROS POR ACCION	\$ 5.86	\$ 5.07
9	DIVIDENDO EN EFECTIVO ACUMULADO POR ACCION	\$ 0.10	\$ 0.08
10	DIVIDENDO EN ACCIONES POR ACCION	0.00 acciones	0 acciones
11	PRECIO DE MERCADO (ULTIMO HECHO) A VALOR EN LIBROS	1.68 veces	1.75 veces
12	PRECIO DE MERCADO (ULTIMO HECHO) A UTILIDAD BASICA POR ACCION ORDINARIA (**)	13.32 veces	20.45 veces
13	PRECIO DE MERCADO (ULTIMO HECHO) A UTILIDAD BASICA POR ACCION PREFERENTE (**)	10.66 veces	16.36 veces
	(**) INFORMACION ULTIMOS DOCE MESES		

COSTO DE CAPITAL PROMEDIO PONDERADO FEMSA

COSTO DE CAPITAL = $Kd (1 - t)$

Kd = Costo de capital
t = Tasa Fiscal

COSTO Integral de Financiamiento
Intereses pagados = 1,668,637.00

PASIVO	
Créditos Bancarios C. P.	4,890,569.00
Créditos Bursátiles C. P.	0.00
Créditos Bancarios L. P.	21,774,244.00
Créditos Bursátiles L. P.	10,000,000.00
Total	36,464,803.00

$\frac{\text{Intereses Pagados}}{\text{Pasivo Total}} = Kd$

Kd = 0.0450

A) COSTO COMPONENTE DE LA DEUDA

Resultado antes de impuestos	4,875,215.00
Provision para impuestos y PTU	1,920,300.00
Tasa de impuestos y PTU	0.3939

COSTO DE LA DEUDA = $Kd(1-t)$

$\text{Costo de deuda} = Kd(1-t) = 0.0277$

BI COSTO DE LAS ACCIONES PREFERENTES

$K_{CP} = \frac{D_p}{P_n}$

Kp = Costo de acciones preferentes
Dp = Dividendo preferente
Pn = Precio neto de la acción preferente

$D_p = \frac{\text{Utilidad preferente}}{\text{Número acciones}}$

Utilidad preferente	1,695,445.00		
Número de acciones	6,297,310,460.00	Suposición 15% son preferentes	794,596,567.50
Dividendo preferente	2.13		

$P_n = \frac{\text{Capital contable minoritario}}{\text{Número acciones}}$

Capital contable minoritario	20,185,203.00
Precio neto de la acción	25.40
Costo de la Acción preferentes	0.0840

DI COSTO DE LAS UTILIDADES RETENIDAS

ENFOQUE BONO + PRIMA DE RIESGO

Costo de utilidades retenidas = Bono + prima de riesgo

Bono ó tasa de Cetes 28 días =	0.0975
Prima de riesgo =	0.03
Costo de utilidades retenidas =	0.1275

C) COSTO DE ACCIONES COMUNES

$K_{AC} = \frac{D}{P_o(1-F)} + g$

Kac = Costo de las acciones comunes
Po = Precio de la acción común
F = Costo de flotación
g = tasa de crecimiento

Utilidad mayoritaria =	2,434,465.00
Número de acciones =	4,602,713,882.50
Dividendo común =	0.5407

$P_o = \frac{\text{Capital Contable Mayoritario}}{\text{Número acciones comunes}}$

Capital Contable Mayoritario =	31,062,314.00
Número de acciones comunes =	4,602,713,882.50
Po =	6.90

El costo de flotación = 0.03

$g = \frac{\text{Ventas actuales} - \text{Ventas históricas}}{\text{Ventas históricas}} = 100$

Ventas actuales =	43,712,101.00
Ventas históricas =	33,438,603.00
g =	30.72%

Costo de acciones comunes = 36.00%

COSTO DE CAPITAL PONDERADO

COMPONENTE	IMPORTE	ARTICULO	C/O. COMPONENTE	C/O. PONDERADO
Deuda	36,464,803.00	36.68%	4.69%	1.63%
Utilidades Retenidas	14,494,019.00	14.13%	12.75%	1.81%
Acciones Comunes	31,062,314.00	30.39%	36.80%	11.73%
Acciones Preferentes	20,185,203.00	19.76%	8.40%	1.65%
T O T A L	102,206,339.00	100.00%	64.53%	16.89%

COSTO DE CAPITAL PROMEDIO PONDERADO = 16.89%

4.2 Estados financieros y cálculo del costo de capital de PEÑÓLES

Estado de situación financiera

Estado de situación financiera desglosado

Estado de resultado

Estado de resultado desglosado

Estado de cambios

Estado de cambios desglosado

Razones financieras

Datos por acción

Costo de capital promedio ponderado

- e) Costo componente de la deuda
- f) Costo de las acciones preferentes
- g) Costo de las acciones comunes
- h) Costo de las utilidades retenidas

1. Enfoque de rendimiento en bonos, más prima de riesgo.

BOLSA MEXICANA DE VALORES, S.A. DE C.V.

Clave de Cotización: PEÑLES

INDUSTRIAS PEÑALES, S.A. DE C.V.

TRIMESTRE 2 AÑO: 2004

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA

Consolidado

AL 30 DE JUNIO DE 2004 Y 2003

(Miles de Pesos)

INFORMACIÓN DICTAMINADA

Impresión Final

REFS	CONCEPTOS	Trimestre año actual		Trimestre año anterior	
		Importe	%	Importe	%
1	ACTIVO TOTAL	20,461,963	100	19,202,189	100
2	ACTIVO CIRCULANTE	5,432,400	27	4,889,521	25
3	Electivo en inversiones temporales	1,265,382	6	1,232,456	6
4	Clientes y documentos por cobrar (neto)	1,359,187	7	1,003,871	5
5	Otras cuentas y documentos por cobrar (neto)	491,389	2	808,653	3
6	Inventarios	2,197,443	11	1,956,231	10
7	Otros activos circulantes	128,389	1	89,310	0
8	LARGO PLAZO	1,691,504	8	1,695,624	9
9	Cuentas y documentos por cobrar (neto)	38,514	0	65,029	0
10	Inversiones en acciones subsidiarias y asociadas no consolidadas	1,593,738	8	1,610,488	8
11	Otras inversiones	19,252	0	20,107	0
12	INMUEBLES, PLANTA Y EQUIPO	12,831,006	63	11,897,680	62
13	Inmuebles	0	0	0	0
14	Maquinarias y equipo industrial	30,344,219	149	29,744,734	155
15	Otros equipos	0	0	0	0
16	Depreciación acumulada	18,819,396	92	18,401,643	96
17	Construcciones en proceso	1,306,183	6	554,589	3
18	Activo Diferido (neto)	446,210	2	620,496	3
19	Otros Activos Circulantes	100,743	0	98,958	1
20	Pasivo Total	9,782,448	100	9,673,128	100
21	Pasivo Circulante	2,382,024	25	2,391,782	25
22	Proveedores	576,507	6	535,771	6
23	Créditos Bancarios	735,092	8	1,212,375	13
24	Créditos Bursátiles	0	0	0	0
25	Impuestos por Pagar	307,008	3	28,191	0
26	Otros Pasivos Circulantes	763,417	8	615,445	6
27	Pasivo a Largo Plazo	4,405,514	45	4,261,678	44
28	Créditos Bancarios	4,105,514	45	4,261,678	44
29	Créditos Bursátiles	0	0	0	0
30	Otros Créditos	0	0	0	0
31	Créditos Diferidos	2,321,481	24	2,379,235	25
32	Otros Pasivos	593,430	6	640,433	7
33	Capital Contable	10,759,414	100	9,529,061	100
34	Participación Minoritaria	803,607	7	750,018	8
35	Capital Contable Mayoritario	9,955,807	93	8,779,043	92
36	Capital Contribuido	3,088,115	29	3,088,115	32
37	Capital Social Pagado (Nominal)	2,160,687	20	2,160,687	23
38	Actualización Capital Social Pagado	927,428	9	927,428	10
39	Prima en Venta de Acciones	0	0	0	0
40	Aportaciones para Futuros Aumentos de Capital	0	0	0	0
41	Capital Ganado (Perdido)	6,867,692	64	5,690,928	60
42	Resultados Acumulados y Reserva de Capital	11,152,516	104	11,399,962	120
43	Reserva para Recompra de Acciones	199,760	2	219,063	2
44	Exceso (Insuficiencia) en la Actualización de Capital Contable	-4,904,116	-46	-5,859,610	-61
45	Resultado Neto del Ejercicio	419,532	4	-68,497	-1

7

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA
DESOLDO DE PRINCIPALES CONCEPTOS
(Miles de Pesos)

INFORMACIÓN DICTAMINADA

Impresión Final

REPS	CONCEPTOS	TRIMESTRE AÑO ACTUAL		TRIMESTRE AÑO ANTERIOR	
		IMPORTE	%	IMPORTE	%
3	EFFECTIVO E INVERSIONES TEMPORALES	1,265,982	100	1,232,458	100
46	EFFECTIVO	54,161	4	51,892	4
47	INVERSIONES TEMPORALES	1,211,821	96	1,180,564	96
18	CARGOS DIFERIDOS	446,218	100	620,466	100
48	GASTOS AMORTIZABLES (NETO)	72,937	16	89,816	14
49	CREDITO MERCANTIL	345,110	77	469,433	73
50	IMPUESTOS DIFERIDOS	0	0	0	0
51	OTROS	28,163	6	41,157	7
21	PASIVO CIRCULANTE	2,382,824	100	2,391,782	100
52	PASIVOS EN MONEDA EXTRANJERA	908,844	38	1,195,907	50
53	PASIVOS EN MONEDA NACIONAL	1,473,080	62	1,195,875	50
24	CREDITOS BURSATILES CORTO PLAZO	0	100	0	100
54	PAPEL COMERCIAL	0	0	0	0
55	PAGARE DE MEDIANO PLAZO	0	0	0	0
56	PORCION CIRCULANTE DE OBLIGACIONES	0	0	0	0
26	OTROS PASIVOS CIRCULANTES	763,417	100	615,446	100
57	OTROS PASIVOS CIRCULANTES CON COSTO	11,539	2	10,930	2
58	OTROS PASIVOS CIRCULANTES SIN COSTO	751,878	98	604,515	96
27	PASIVO A LARGO PLAZO	4,405,514	100	4,281,678	100
59	PASIVO EN MONEDA EXTRANJERA	4,354,731	99	4,207,017	99
60	PASIVO EN MONEDA NACIONAL	50,783	1	54,861	1
28	CREDITOS BURSATILES A LARGO PLAZO	0	100	0	100
61	OBLIGACIONES	0	0	0	0
62	PAGARE DE MEDIANO PLAZO	0	0	0	0
30	OTROS CREDITOS	0	100	0	100
63	OTROS CREDITOS CON COSTO	0	0	0	0
64	OTROS CREDITOS SIN COSTO	0	0	0	0
31	CREDITOS DIFERIDOS	2,321,481	100	2,379,235	100
65	CREDITO MERCANTIL	0	0	0	0
66	IMPUESTOS DIFERIDOS	2,239,752	96	2,309,902	97
67	OTROS	81,729	4	69,333	3
32	OTROS PASIVOS	593,428	100	640,433	100
68	RESERVAS	584,998	99	621,302	97
69	OTROS PASIVOS	8,432	1	19,131	3
44	EXCESO (INSUFICIENCIA) EN LA ACTUALIZACION DEL CAPITAL CONTABLE	-4,904,116	100	-5,059,610	100
70	RESULTADO ACUMULADO POR POSICION MONETARIA	673,507	14	673,507	11
71	RESULTADO POR TENENCIA DE ACTIVOS NO MONETARIOS	-5,577,623	-114	-6,533,117	-111

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA
DESOLDO DE PRINCIPALES CONCEPTOS
(Miles de Pesos)

INFORMACIÓN DICTAMINADA

Impresión Final

REF S	CONCEPTOS	TRIMESTRE AÑO ACTUAL IMPORTE	TRIMESTRE AÑO ANTERIOR IMPORTE
72	CAPITAL DE TRABAJO	3,050,376	2,497,739
73	FONDO PARA PENSIONES Y PRIMA DE ANTIGÜEDAD	1,355,774	1,123,471
74	NUMERO DE FUNCIONARIOS (*)	37	36
75	NUMERO DE EMPLEADOS (*)	2,183	2,704
76	NUMERO DE OBREROS (*)	4,489	4,847
77	NUMERO DE ACCIONES EN CIRCULACION (*)	397,475,747	397,475,747
78	NUMERO DE ACCIONES RECOMPRADAS (*)	15,789,000	15,789,000

(*) DATOS EN UNIDADES

ESTADO DE RESULTADO
DEL 1 DE ENERO AL 30 DE JUNIO DE 2004 Y 2003
(Miles de Pesos)

CONSOLIDADO

INFORMACIÓN DICTAMINADA

Impresión Final

REF	CONCEPTOS	TRIMESTRE AÑO ACTUAL		TRIMESTRE AÑO ANTERIOR	
		Importe	%	Importe	%
1	VENTAS NETAS	7,939,823	100	6,173,045	100
2	COSTO DE VENTAS	5,802,922	73	4,924,197	80
3	RESULTADO BRUTO	2,136,901	27	1,248,848	20
4	GASTOS DE OPERACIÓN	1,267,975	16	1,203,216	19
5	RESULTADO DE OPERACIÓN	868,926	11	45,632	1
6	COSTO INTEGRAL DE FINANCIAMIENTO	165,028	2	194,614	3
7	RESULTADO DESPUES DE COSTO INTEGRAL DE FINANCIAMIENTO	703,898	9	-148,982	-2
8	OTRAS OPERACIONES FINANCIERAS	10,875	0	29,063	0
9	RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS Y P.T.U.	693,023	9	-178,045	-3
10	PROVISIÓN PARA IMPUESTOS Y P.T.U.	259,605	3	-46,161	-1
11	RESULTADO NETO DESPUES DE IMPUESTOS Y P.T.U.	433,418	5	-131,884	-2
12	PARTICIPACIÓN EN LOS RESULTADOS DE SUBSIDIARIAS Y ASOCIADAS NO CONSOLIDADAS	13,214	0	57,195	1
13	RESULTADO NETO POR OPERACIONES CONTINUAS	446,632	6	-74,689	-1
14	RESULTADO POR OPERACIONES DISCONTINUADAS (NETO)	0	0	0	0
15	RESULTADO NETO ANTES DE PARTIDAS EXTRAORDINARIAS	446,632	6	-74,689	-1
16	PARTIDAS EXTRAORDINARIAS EGRESO (INGRESO) NETO	0	0	0	0
17	EFECTO AL INICIO DEL EJERCICIO POR CAMBIOS EN PRINCIPIOS DE CONTABILIDAD (NETO)	0	0	0	0
18	RESULTADO NETO	446,632	6	-74,689	-1
19	PARTICIPACIÓN MINORITARIA	27,100		-6,202	0
20	RESULTADO NETO MAYORITARIO	419,532	5	-68,487	-1

ESTADO DE RESULTADO
DESGLOSE DE PRINCIPALES CONCEPTOS
(Miles de Pesos)

CONSOLIDADO

INFORMACIÓN DICTAMINADA

Impresión Final

REF	CONCEPTOS	TRIMESTRE AÑO ACTUAL		TRIMESTRE AÑO ANTERIOR	
		Importe	%	Importe	%
1	VENTAS NETAS	7,939,823	100	6,173,045	100
21	NACIONALES	3,684,736	46	3,316,202	54
22	EXTRANJERAS	4,255,087	54	2,856,843	46
23	CONVERSIÓN A DOLARES	708,840	9	555,042	9
6	COSTO INTEGRAL DE FINANCIAMIENTO	165,028	100	194,614	100
24	INTERESES PAGADOS	209,991	127	279,698	144
25	PERDIDA EN CAMBIOS	377,746	229	862,027	443
26	INTERESES GANADOS	31,282	19	103,460	53
27	GANANCIA EN CAMBIOS	332,090	201	784,496	403
28	RESULTADO POR POSICIÓN MONETARIA	-59,327	-36	-59,155	-30
42	PERDIDA EN ACTUALIZACIÓN DE UDI'S	0	0	0	0
43	GANANCIA EN ACTUALIZACIÓN DE UDI'S	0	0	0	0
8	OTRAS OPERACIONES FINANCIERAS	10,875	100	29,063	100
29	OTROS GASTOS Y (PRODUCTOS) NETO	10,875	100	29,063	100
30	PERDIDA (UTILIDAD) EN VENTA DE ACCIONES PROPIAS	0	0	0	0
31	PERDIDA (UTILIDAD) EN VENTA DE INVERSIONES TEMPORALES	0	0	0	0
10	PROVISIÓN PARA IMPUESTOS Y P.T.U.	259,605	100	-46,161	100
32	I.S.R.	364,387	140	110,895	240
33	I.S.R. DIFERIDO	-135,689	-52	-171,431	-371
34	P.T.U.	30,907	12	14,375	31
35	P.T.U. DIFERIDA	0	0	0	0

Clave de Cotización: PEÑOLES

TRIMESTRE 2

AÑO: 2004

INDUSTRIAS PEÑOLES, S.A. DE C.V.

ESTADO DE CAMBIOS EN LA SITUACIÓN FINANCIERA

CONSOLIDADO

DESGLOSE DE PRINCIPALES CONCEPTOS

(Miles de Pesos)

INFORMACIÓN DICTAMINADA		Impresión Final	
REF C	CONCEPTOS	TRIMESTRE AÑO ACTUAL Importe	TRIMESTRE AÑO ANTERIOR Importe
1	RESULTADO NETO	446,632	-74,689
2	PARTIDAS APLICADAS A RESULTADO QUE NO REGUIEREN UTILIZACIÓN DE RECURSOS	488,712	431,952
3	FLUJO DERIVADO DEL RESULTADO NETO DEL EJERCICIO	953,344	357,263
4	FLUJO DERIVADO DE CAMBIOS EN EL CAPITAL DE TRABAJO	733,832	314,982
5	RECURSOS GENERADOS (UTILIZADOS) POR LA OPERACIÓN	1,669,176	672,245
6	FLUJO DERIVADO POR FINANCIAMIENTO AJENO	-360,873	232,741
7	FLUJO DERIVADO POR FINANCIAMIENTO PROPIO	-98,159	-109,087
8	RECURSOS GENERADOS (UTILIZADOS) MEDIANTE FINANCIAMIENTO	-460,032	123,654
9	RECURSOS GENERADOS (UTILIZADOS) EN ACTIVIDADES DE INVERSIÓN	-559,304	-399,351
10	INCREMENTO (DECREMENTO) NETO EN EFECTIVO E INVERSIONES TEMPORALES	649,840	386,548
11	EFECTIVO E INVERSIONES TEMPORALES AL INICIO DEL PERIODO	616,142	835,908
12	EFECTIVO E INVERSIONES TEMPORALES AL FINAL DEL PERIODO	1,265,962	1,232,456

ESTADO DE CAMBIOS EN LA SITUACIÓN FINANCIERA

CONSOLIDADO

DESGLÓSE DE PRINCIPALES CONCEPTOS

(Miles de Pesos)

INFORMACIÓN DICTAMINADA		Impresión Final	
REF C	CONCEPTOS	TRIMESTRE AÑO ACTUAL Importe	TRIMESTRE AÑO ANTERIOR Importe
2	PARTIDAS APLICADAS A RESULTADOS QUE NO REQUIEREN UTILIZACIÓN DE RECURSOS	488,712	431,952
13	DEPRECIACIÓN Y AMORTIZACIÓN DEL EJERCICIO	560,632	538,312
14	INCREMENTO (DECREMENTO) NETO EN LA RESERVA PARA PENSIÓN Y PRIMA DE ANTIGÜEDAD	52,976	65,520
15	PERDIDA (GANANCIA) NETA EN CAMBIO	0	0
16	PERDIDA (GANANCIA) NETA POR ACTUALIZACIÓN DE PASIVOS Y ACTIVOS	0	0
17	OTRAS PARTIDAS	-124,896	-171,880
40	OTRAS PARTIDAS QUE NO TIENEN QUE VER CON EBITDA	0	0
4	FLUJO DERIVADO DE CAMBIO EN EL CAPITAL DE TRABAJO	733,832	314,982
18	DECREMENTO (INCREMENTO) EN CUENTAS POR COBRAR	-41,822	251,728
19	DECREMENTO (INCREMENTO) EN INVENTARIOS	419,255	128,075
20	DECREMENTO (INCREMENTO) EN OTRAS CUENTAS POR COBRAR Y OTROS ACTIVOS	-38,236	-57,439
21	INCREMENTO (DECREMENTO) EN PROVEEDORES	76,865	-96,027
22	INCREMENTO (DECREMENTO) EN OTROS PASIVOS	317,770	88,645
6	FLUJO DERIVADO POR FINANCIAMIENTO AJENO	-369,873	232,741
23	FINANCIAMIENTO BANCARIO Y BURSÁTIL A CORTO PLAZO	162,584	726,904
24	FINANCIAMIENTO BANCARIO BURSÁTIL A LARGO PLAZO	0	0
25	DIVIDENDOS COBRADOS	0	0
26	OTROS FINANCIAMIENTOS	9,291	0
27	AMORTIZACIÓN DE FINANCIAMIENTOS BANCARIOS	-532,728	-494,163
28	AMORTIZACIÓN DE FINANCIAMIENTOS BURSÁTILES	0	0
29	AMORTIZACIÓN DE OTROS FINANCIAMIENTOS	0	0
7	FLUJO DERIVADO POR FINANCIAMIENTO PROPIO	-99,159	-109,087
30	INCREMENTO (DECREMENTO) EN EL CAPITAL SOCIAL	91	-5,653
31	DIVIDENDOS PAGADOS	-99,250	-103,434
32	PRIMA EN VENTA DE ACCIONES	0	0
33	APORTACIONES PARA FUTUROS AUMENTOS DE CAPITAL	0	0
9	RECURSOS GENERADOS (UTILIZADOS) EN ACTIVIDADES DE INVERSIÓN	-559,304	-399,351
34	DECREMENTO (INCREMENTO) EN INVERSIONES DE ACCIONES CON CARÁCTER PERMANENTE	-357	-1,073
35	ADQUISICIÓN DE INMUEBLES, PLANTA Y EQUIPO	-545,621	-243,950
36	INCREMENTO EN CONSTRUCCIONES EN PROCESO	0	0
37	VENTAS DE OTRAS INVERSIONES CON CARÁCTER PERMANENTES	0	0
38	VENTAS DE ACTIVOS FIJOS TANGIBLES	0	0
39	OTRAS PARTIDAS	-13,326	-154,328

BOLSA MEXICANA DE VALORES

Clave de Cotización: Peñoles
INDUSTRIAS PEÑALES, S.A. DE C.V.

TRIMESTRE: 2 AÑO: 2004

**RAZONES Y PROPORCIONES
INFORMACIÓN CONSOLIDADA**

REF.	RAZON FINANCIERA	FORMULA	INTERPRETACIÓN
1	RESULTADO NETO A VENTAS NETAS =	$\frac{\text{RESULTADO NETO CONSOLIDADO}}{\text{VENTAS NETAS}} \times 100 =$	5.63%
		$\frac{446,632}{7,939,823} \times 100 =$	5.63
2	RESULTADO NETO A CAPITAL CONTABLE =	$\frac{\text{RESULTADO NETO MAYORITARIO}}{\text{CAPITAL CONTABLE MAYORITARIO}} \times 100 =$	4.21%
		$\frac{419,532}{9,955,807} \times 100 =$	4.21
3	RESULTADO NETO A ACTIVO TOTAL =	$\frac{\text{RESULTADO NETO CONSOLIDADO}}{\text{ACTIVO TOTAL}} \times 100 =$	2.18%
		$\frac{446,632}{20,461,863} \times 100 =$	2.18
4	DIVIDENDO EN EFECTIVO A RESULTADO NETO DEL = EJERCICIO ANTERIOR	$\frac{\text{DIVIDENDOS PAGADOS EN EL PERIODO}}{\text{RESULTADO NETO MAYORITARIO DELEJERCICIO ANTERIOR}} \times 100 =$	144.92%
		$\frac{-99,250}{} \times 100 =$	144.92

-68,487

5	RESULTADO POR POSICION MONETARIA A RESULTA NETO =	$\frac{\text{Re Pa Mo}}{\text{RESULTA OO NETO CONSOLIDADO}}$	X 100 =	-13.28%
		$\frac{-59,327}{446,632}$	X 100 =	-13.28
ACTIVIDAD 6	VENTAS NETAS A ACTIVO TOTAL =	$\frac{\text{VENTAS NETAS}}{\text{ACTIVO TOTAL}}$		0.39 veces
		$\frac{7,939,823}{20,461,863}$		0.39
7	VENTAS NETAS A = ACTIVO FIJO	$\frac{\text{VENTAS NETAS}}{\text{INMUEBLES, PLANTA Y EQUIPO}}$		0.62 veces
		$\frac{7,939,823}{12,831,006}$		0.62
8	ROTACION DE = INVENTARIOS	$\frac{\text{COSTO DE VENTAS}}{\text{INVENTARIO}}$		2.64 VECES
		$\frac{5,802,922}{2,197,443}$		2.64
9	DIAS DE VENTAS POR = COBRAR	$\frac{\text{CLIENTES Y DOCUMENTOS POR COBRAR} / 1.10}{\text{VENTAS NETAS}}$	x90 x4 =	48.7 DIAS
		$\frac{1,235,634}{}$	x90 x4 =	48.7

7,939,823

10	INTERESES PAGADOS A PASIVO TOTAL CON COSTO =	$\frac{\text{INTERESES PAGADOS}}{\text{CREDITOS BANCARIOS A CORTO Y LARGO PLAZO}} \times 100 =$	4.34%
		<hr style="width: 50%; margin: auto;"/> <p style="text-align: center;">209,981</p> <hr style="width: 50%; margin: auto;"/> <p style="text-align: center;">4,840,606</p>	4.34%

APALANCAMIENTO

11	PASIVO TOTAL A ACTIVO TOTAL =	$\frac{\text{PASIVO TOTAL}}{\text{ACTIVO TOTAL}} \times 100 =$	47.42%
		<hr style="width: 50%; margin: auto;"/> <p style="text-align: center;">9,702,449</p> <hr style="width: 50%; margin: auto;"/> <p style="text-align: center;">20,461,863</p>	47.42

12	PASIVO TOTAL A CAPITAL CONTABLE =	$\frac{\text{PASIVO TOTAL}}{\text{CAPITAL CONTABLE CONSOLIDADO}} \times 100 =$.90 VECES
		<hr style="width: 50%; margin: auto;"/> <p style="text-align: center;">9,702,449</p> <hr style="width: 50%; margin: auto;"/> <p style="text-align: center;">10,759,414</p>	0.90

13	PASIVO EN MONEDA EXTRANJERA A PASIVO TOTAL =	$\frac{\text{PASIVO EN MONEDA EXTRANJERA CORTO Y LARGO PLAZO}}{\text{PASIVO TOTAL}} \times 100 =$	975.94
		<hr style="width: 50%; margin: auto;"/> <p style="text-align: center;">4,354,731</p> <hr style="width: 50%; margin: auto;"/> <p style="text-align: center;">446,210</p>	975.94

14	PASIVO A LARGO PLAZO A ACTIVO FIJO	=	$\frac{\text{PASIVOS A LARGO PLAZO}}{\text{INMUEBLES, PLANTA Y EQUIPO}}$	x 100 =	34.33%
			$\frac{4,405,514}{12,833,006}$	x 100 =	34.33
15	RESULTADO DE OPERACIÓN A INTERESES PAGADOS	=	$\frac{\text{RESULTADOS DE OPERACIÓN}}{\text{INTERESES PAGADOS}}$	x 100 =	7.68 VECES
			$\frac{1,267,975}{165,028}$	x 100 =	7.68
16	VENTAS NETAS A PASIVO TOTAL	=	$\frac{\text{VENTAS NETAS}}{\text{PASIVO TOTAL}}$	x 100 =	82 VECES
			$\frac{7,939,823}{9,702,449}$	x 100 =	0.82
LIQUIDEZ					
17	ACTIVO CIRCULANTE PASIVO CIRCULANTE	=	$\frac{\text{ACTIVO CIRCULANTE}}{\text{PASIVO CIRCULANTE}}$		2.28 VECES
			$\frac{5,432,400}{2,382,024}$		2.28
18	ACTIVO CIRCULANTE MENOS INVENTARIOS A PASIVO CIRCULANTE	=	$\frac{\text{ACTIVO CIRCULANTE-INVENTARIO}}{\text{PASIVO CIRCULANTE}}$		1.36
			$\frac{3,234,957}{2,382,024}$		1.36

19	ACTIVO CIRCULANTE A = PASIVO TOTAL	$\frac{\text{ACTIVO CIRCULANTE}}{\text{PASIVO TOTAL}}$	0.56 VECES
		<hr/> 5,432,400 9,702,449 <hr/>	0.56

20	ACTIVO DISPONIBLE A = PASIVO CIRCULANTE	$\frac{\text{ACTIVO DISPONIBLE}}{\text{PASIVO CIRCULANTE}} \times 100 =$	53.15%
		<hr/> 1,265,982 2,382,024 <hr/>	53.15

FLUJO DE EFECTIVO

21	FLUJO DERIVADO DEL RESULTADO NETO A = VENTAS NETAS	$\frac{\text{FLUJO DERIVADO DEL RESULTADO NETODEL EJERCICIO}}{\text{VENTAS NETAS}} \times 100 =$	6.16%
		<hr/> 488,712 7,939,823 <hr/>	6.16

22	FLUJO DERIVADO DE CAMBIOS EN EL CAPITAL DE TRABAJO A VENTAS NETAS	$\frac{\text{FLUJO DERIVADO DE CAMBIOS EN ELCAPITAL DE TRABAJO}}{\text{VENTAS NETAS}} \times 100 =$	12.01%
		<hr/> 953,344 <hr/>	12.01

7,939,823

23	INTERESES PAGADOS A RECURSOS GENERADOS = (UTILIZADOS) POR LA OPERACIÓN	RECURSOS OPERADOS (UTILIZADOS) POR LA OPERACIÓN INTERESES PAGADOS	10.11 VECES
		1,669,176	10.11
		165,028	
24	FINANCIAMIENTO AJENO A RECURSOS GENERADOS (UTILIZADOS) POR LA OPERACIÓN =	FLUJO DERIVADO POR FINANCIAMIENTO AJENO x 100 = RECURSOS GENERADOS (UTILIZADOS) POR FINANCIAMIENTO	78.45%
		-360,673 x 100 =	78.45
		-460,032	
25	FINANCIAMIENTO PROPIO A RECURSOS GENERADOS (UTILIZADOS) POR FINANCIAMIENTO =	FLUJO DERIVADO POR FINANCIAMIENTO PROPIO RECURSOS GENERADOS (UTILIZADOS) POR FINANCIAMIENTO	21.55%
		-99,159 x 100 =	21.55
		-460,032	
26	ADQUISICION DE INMUEBLES PLANTA Y EQUIPO A RECURSOS GENERADOS (UTILIZADOS) EN ACTIVIDADES	ADQUISICION DE INMUEBLES, PLANTA Y EQUIPO RECURSOS GENERADOS (UTILIZADOS) POR ACTIVIDADES DE INVERSION	118.61%

DE INVERSION

-545,621

118.61%

-460,032

RAZONES DE VALUACION O DE MERCADO

1	RESULTADO NETO POR ACCION ORDINARIA =	$\frac{\text{RESULTADO NETO MAYORITARIO}}{\text{NUMERO DE ACCIONES}}$	\$ 7.44
		$\frac{410,532}{397,475,747}$	7.44%
2	VALOR CONTABLE POR ACCION ORDINARIA =	$\frac{\text{CAPITAL CONTABLE MAYORITARIO}}{\text{NUMERO DE ACCIONES}}$	\$ 2.50
		$\frac{9,955,007}{397,475,747}$	2.50%
3	DIVIDENDO EN EFECTIVO POR ACCION =	$\frac{\text{DIVIDENDO EN EFECTIVO PAGADO EN EL PERIODO}}{\text{NUMERO DE ACCIONES}}$	\$0
		$\frac{0.25}{397,475,747}$	0.00%
4	DIVIDENDO EN ACCIONES POR ACCION =	$\frac{\text{IMPORTE DE LA CAPITALIZACION EN EL PERIODO}}{\text{NUMERO DE ACCIONES}}$	\$0.00

		0.25	0.00%
		<u>397,475,747</u>	
5	VALOR DE MERCADO (ULTIMO HECHO) A VALOR EN LIBROS =	$\frac{\text{VALOR DE MERCADO DE LA ACCION}}{\text{CAPITAL CONTABLE MAYORITARIO /NUMERO DE ACCIONES}}$	VECES
		25.05	1,000
		<u>0.03</u>	
6	VALOR DE MERCADO (ULTIMO HECHO) = UTILIDAD POR ACCION	$\frac{\text{VALOR DE MERCADO DE LA ACCION}}{\text{RESULTADO NETO MAYORITARIO/ NUMERO DEACCIONES}}$	VECES
		25.05	367,408.39
		<u>0.0001</u>	

BOLSA MEXICANA DE VALORES, S.A. DE C.V.

Clave de Cotización: PEÑOL
INDUSTRIAS PEÑOL, S.A. DE C.V.

ANO: 2004

**DATOS POR ACCION
INFORMACIÓN CONSOLIDADA**

INFORMACION DICTAMINADA

REF D	CONCEPTOS	presion Fir	
		TRIMESTRE AÑO ACTUAL Importe	TRIMESTRE AÑO ANTERIOR Importe
1	UTILIDAD BASICA POR ACCION ORDINARIA (**)	0.84	(.57)
2	UTILIDAD BASICA POR ACCION PREFERENTE (**)	0	\$0.00
3	UTILIDAD DILUIDA POR ACCION (**)	0	\$0.00
4	UTILIDAD DE OPERACIONES CONTINUAS POR ACCION ORDINARIA (UOCPA (**))	0.84	(0.57)
5	EFEECTO DE OPERACIONES DISCONTINUADAS EN UOCPA (**)	0	\$0.00
6	EFEECTO DE RESULTADOS EXTRAORDINARIOS EN UOCPA (**)	0	\$0.00
7	EFEECTO DE CAMBIOS EN PRINCIPIOS DE CONTABILIDAD EN UOCPA (**)	0	\$0.00
8	VALOR EN LIBROS POR ACCION	25.05	\$22.09
9	DIVIDENDO EN EFECTIVO ACUMULADO POR ACCION	0.25	\$0.26
10	DIVIDENDO EN ACCIONES POR ACCION	\$0.00 acciones	0 acciones
11	PRECIO DE MERCADO (ULTIMO HECHO) A VALOR EN LIBROS	1.7 veces	99.00% veces
12	PRECIO DE MERCADO (ULTIMO HECHO) A UTILIDAD BASICA POR ACCION ORDINARIA (**)	50.82 veces	-39.06 veces
13	PRECIO DE MERCADO (ULTIMO HECHO) A UTILIDAD BASICA POR ACCION PREFERENTE (**)	0 ves	0 veces
	(**) INFORMACION ULTIMOS DOCE MESES		

COSTO DE CAPITAL = $K_d(1 - t)$

K_d = Costo de capital
 t = Tasa Fiscal

COSTO Integral de Financiamiento

Intereses pagados 209,981.00

PASIVO

Créditos Bancarios C P	735,092.00
Créditos Bursátiles C P	0.00
Créditos Bancarios L P	4,105,514.00
Créditos Bursátiles L P	0.00
Total	4,840,606.00

$$\frac{\text{Intereses Pagados}}{\text{Pasivo Total}} = K_d$$

$K_d = 0.0434$

A) COSTO COMPONENTE DE LA DEUDA

Resultado antes de impuestos	693,023.00
Provisión para Impuestos y PTU	259,605.00
Tasa de impuestos y PTU	0.3746

COSTO DE LA DEUDA = $K_d(1 - t)$

$$\text{Costo de deuda} = K_d(1 - T) = 0.0271$$

B) COSTO DE LAS ACCIONES PREFERENTES

$$K_{CP} = \frac{D_p}{P_n}$$

K_p = Costo de acciones preferentes
 D_p = Dividendo preferente
 P_n = Precio neto de la acción preferente

$$D_p = \frac{\text{Utilidad preferente}}{\text{Número acciones}}$$

Utilidad preferente	27,100.00		
Número de acciones	397,475.747.00	Suposición 15% son preferentes	69,621,362.05
Dividendo preferente	0.45		

$$P_n = \frac{\text{Capital contable minoritario}}{\text{Número acciones}}$$

Capital contable minoritario	803,607.00
Precio neto de la acción	13.48
Costo de la Acción preferentes	0.0337

D) COSTO DE LAS UTILIDADES RETENIDAS

ENFOQUE BONO MAS PRIMA DE RIESGO

Costo de utilidades retenidas = Bono + prima de riesgo

Bono ó tasa de Cetes 28 días =	0.0975
Prima de riesgo =	0.03
Costo de utilidades retenidas =	0.1275

C) COSTO DE ACCIONES COMUNES

$$K_{ac} = \frac{D}{P_0(1 - F)} + g$$

K_{ac} = Costo de las acciones comunes
 P_0 = Precio de la acción común
 F = Costo de flotación
 g = tasa de crecimiento

Utilidad mayoritaria =	419,532.00
Número de acciones =	337,854,384.95
Dividendo común =	1.2418

$$P_0 = \frac{\text{Capital Contable Mayoritario}}{\text{Número acciones comunes}}$$

Capital Contable Mayoritario =	9,956,807.00
Número de acciones comunes =	337,854,384.95
P_0 =	29.47

El costo de flotación = 0.03

$$g = \frac{\text{Ventas actuales} - \text{Ventas históricas}}{\text{Ventas históricas}} \times 100$$

Ventas actuales =	7,936,623.00
Ventas históricas =	6,173,045.00
g =	28.62%

Costo de acciones comunes = 32.97%

COSTO DE CAPITAL PONDERADO

COMPONENTE	IMPORTE	ARTICIPACIÓN	COMPONENTE	W.C. PONDERADO
Deuda	4,840,606.00	21.64%		0.93%
Utilidades Retenidas	6,887,692.00	30.57%		3.90%
Acciones Comunes	9,956,807.00	44.31%		14.61%
Acciones Preferentes	803,607.00	3.68%		0.12%
TOTAL	22,487,712.00	100.00%		19.56%

COSTO DE CAPITAL PROMEDIO PONDERADO

19.56%

4.3 Estados financieros y cálculo del costo de capital de TELMEX

TELEFONOS DE MÉXICO, S.A. DE C.V.

Estado de situación financiera desglosado

Estado de resultado

Estado de resultado desglosado

Estado de cambios

Estado de cambios desglosado

Razones financieras

Datos por acción

Costo de capital promedio ponderado

- i) Costo componente de la deuda
- j) Costo de las acciones preferentes
- k) Costo de las acciones comunes
- l) Costo de las utilidades retenidas

1. Enfoque de rendimiento en bonos, más prima de riesgo.

BOLSA MEXICANA DE VALORES, S.A. DE C.V.

Clave de Cotización: TELMEX

TELEFONOS DE MEXICO S.A. DE C.V.

TRIMESTRE: 2 AÑO: 2004

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA

Consolidado

AL 30 DE JUNIO DE 2004 Y 2003

(Miles de Pesos)

INFORMACIÓN DICTAMINADA

Impresión Final

REF S	CONCEPTOS	Trimestre a año actual		Trimestre a año anterior	
		importe	%	importe	%
1	ACTIVO TOTAL	187,771,933	100	166,386,975	100
2	ACTIVO CIRCULANTE	36,678,811	19	32,231,394	19
3	Efectivo en inversiones temporales	6,642,620	4	2,185,303	1
4	Cuentas y documentos por cobrar (neto)	18,243,840	10	19,106,886	11
5	Otras cuentas y documentos por cobrar (neto)	3,824,488	2	2,151,848	1
6	Inventarios	984,795	1	938,321	1
7	Otros activos circulantes	6,895,060	4	7,840,149	5
8	LARGO PLAZO	1,433,755	1	877,238	1
9	Cuentas y documentos por cobrar (neto)	0	0	0	0
10	Inversiones en acciones subsidiarias y asociadas no consolidadas	1,383,058	1	839,682	1
11	Otras inversiones	50,697	0	37,548	0
12	INMUEBLES, PLANTA Y EQUIPO	122,714,989	65	124,695,673	75
13	Inmuebles	0	0	0	0
14	Maquinerías y equipo industrial	317,530,559	169	293,332,601	176
15	Otros equipos	0	0	0	0
16	Depreciación acumulada	186,234,541	105	1,721,161,033	103
17	Construcciones en proceso	1,419,971	1	3,391,105	2
18	Activo Diferido (neto)	1,865,345	1	751,836	0
19	Otros Activos Circulantes	25,187,833	13	7,938,932	5
20	Pasivo Total	183,364,577	100	98,318,153	100
21	Pasivo Circulante	34,490,525	33	36,936,397	38
22	Proveedores	0	0	0	0
23	Créditos Bancarios	13,601,195	13	7,458,956	8
24	Créditos Bursátiles	850,000	1	11,880,411	12
25	Impuestos por Pagar	3,304,504	3	3,198,171	3
26	Otros Pasivos Circulantes	18,734,826	16	14,400,859	15
27	Pasivo a Largo Plazo	48,114,837	47	42,142,194	43
28	Créditos Bancarios	12,985,037	13	17,986,128	18
29	Créditos Bursátiles	35,129,000	34	24,155,976	25
30	Otros Créditos	0	0	0	0
31	Créditos Diferidos	28,788,016	28	14,793,734	15
32	Otros Pasivos	0	0	4,445,918	5
33	Capital Contable	84,487,356	100	68,868,822	100
34	Participación Minoritaria	0	0	0	0
35	Capital Contable Mayoritario	84,487,356	100	68,868,822	100
36	Capital Contribuido	46,383,888	55	46,279,918	59
37	Capital Social Pagado (Nominal)	302,971	0	310,461	0
38	Actualización Capital Social Pagado	27,873,330	33	28,368,063	42
39	Prima en Venta de Acciones	18,127,507	21	11,603,386	17
40	Aportaciones para Futuros Aumentos de Capital	0	0	0	0
41	Capital Ganado (Perdido)	38,103,548	45	27,788,912	41
42	Resultados Acumulados y Reserva de Capital	91,096,474	108	80,088,855	132
43	Reserva para Reconpra de Acciones	0	0	0	0
44	Exceso (Insuficiencia) en la Actualización de Capital Contable	-62,897,412	-75	-73,982,004	-109
45	Resultado Neto del Ejercicio	8,984,886	12	11,864,881	17

Clave de Cotización: Telmex
TELEFONOS DE MEXICO S.A. DE C.V.

BOLSA MEXICANA DE VALORES, S.A. DE C.V.

TRIMESTRE 2 AÑO: 2004

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA
DESGLOSE DE PRINCIPALES CONCEPTOS
(Miles de Pesos)

CONSOLIDADO

INFORMACIÓN DICTAMINADA

Impresión Financiera

REF S	CONCEPTOS	TRIMESTRE AÑO ACTUAL		TRIMESTRE AÑO ANTERIOR	
		IMPORTE	%	IMPORTE	%
3	EFFECTIVO E INVERSIONES TEMPORALES	8,642,828	100%	2,185,303	100%
46	EFFECTIVO	1,043,703	16%	1,334,040	61%
47	INVERSIONES TEMPORALES	5,598,925	84%	851,263	39%
18	CARGOS DIFERIDOS	1,866,345	100%	751,836	100%
48	GASTOS AMORTIZABLES (NETO)	769,858	41%	617,971	82%
49	CREDITO MERCANTIL	1,095,489	59%	133,865	18%
50	IMPUESTOS DIFERIDOS	0	0%	0	0%
51	OTROS	0	0%	0	0%
21	PASIVO CIRCULANTE	34,490,525	100%	36,936,397	100%
52	PASIVOS EN MONEDA EXTRANJERA	11,901,195	35%	16,295,979	44%
53	PASIVOS EN MONEDA NACIONAL	22,589,330	65%	20,640,418	56%
24	CREDITOS BURSATILES CORTO PLAZO	850,000	100%	11,880,411	100%
54	PAPEL COMERCIAL	0	0%	954,177	8%
55	PAGARE DE MEDIANO PLAZO	0	0%	0	0%
56	PORCION CIRCULANTE DE OBLIGACIONES	850,000	100%	10,926,234	92%
26	OTROS PASIVOS CIRCULANTES	16,734,826	100%	14,400,859	100%
57	OTROS PASIVOS CIRCULANTES CON COSTO	0	0%	0	0%
58	OTROS PASIVOS CIRCULANTES SIN COSTO	16,734,826	100%	14,400,859	100%
27	PASIVO A LARGO PLAZO	48,114,837	100%	42,142,104	100%
59	PASIVO EN MONEDA EXTRANJERA	40,214,037	84%	34,375,473	82%
60	PASIVO EN MONEDA NACIONAL	7,900,800	16%	7,766,625	18%
29	CREDITOS BURSATILES A LARGO PLAZO	35,129,000	100%	24,155,976	100%
61	OBLIGACIONES	35,129,000	100%	24,155,976	100%
62	PAGARE DE MEDIANO PLAZO	0	0%	0	0%
30	OTROS CREDITOS	0	100%	0	100%
63	OTROS CREDITOS CON COSTO	0	0%	0	0%
64	OTROS CREDITOS SIN COSTO	0	0%	0	0%
31	CREDITOS DIFERIDOS	20,760,015	100%	14,793,734	100%
65	CREDITO MERCANTIL	0	0%	0	0%
66	IMPUESTOS DIFERIDOS	20,760,015	100%	14,793,734	100%
67	OTROS	0	0%	0	0%
32	OTROS PASIVOS	0	100%	4,445,916	100%
68	RESERVAS	0	0%	4,445,916	100%
69	OTROS PASIVOS	0	0%	0	0%
44	EXCESO (INSUFICIENCIA) EN LA ACTUALIZACION DEL CAPITAL CONTABLE	-62,897,412	100%	-73,962,004	100%
70	RESULTADO ACUMULADO POR POSICION MONETARIA	-13,139,473	(21)	-13,139,515	(18)
71	RESULTADO POR TENENCIA DE ACTIVOS NO MONETARIOS	-49,757,939	(79)	-60,823,389	(82)

BOLSA MEXICANA DE VALORES, S.A. DE C.V.

Clave de Cotización: TELMEX
TELEFONOS DE MEXICO S.A. DE C.V.

TRIMESTRE 2 AÑO: 2004

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA
DESGLOSE DE PRINCIPALES CONCEPTOS
(Miles de Pesos)

CONSOLIDADO

INFORMACIÓN DICTAMINADA

Impresión Financiera

REF S	CONCEPTOS	TRIMESTRE AÑO ACTUAL		TRIMESTRE AÑO ANTERIOR	
		IMPORTE		IMPORTE	
72	CAPITAL DE TRABAJO	2,080,286		-4,705,000	
73	FONDO PARA PENSIONES Y PRIMA DE ANTIGÜEDAD	0		4,465,510	
74	NUMERO DE FUNCIONARIOS (*)	124		136	
75	NUMERO DE EMPLEADOS (*)	11,233		11,407	
76	NUMERO DE OBREROS (*)	49,889		51,500	
77	NUMERO DE ACCIONES EN CIRCULACION (*)	12,118,859,854		12,418,455,744	
78	NUMERO DE ACCIONES RECOMPRADAS (*)	301,537,500		358,848,537	

(*) DATOS EN UNIDADES

ESTADO DE RESULTADO
DEL 1 DE ENERO AL 30 DE JUNIO DE 2004 Y 2003
(Miles de Pesos)

CONSOLIDADO**INFORMACIÓN DICTAMINADA****Impresión Final**

REF R	CONCEPTOS	TRIMESTRE AÑO ACTUAL		TRIMESTRE AÑO ANTERIOR	
		Importe	%	Importe	%
1	VENTAS NETAS	59,152,706	100	58,060,801	100
2	COSTO DE VENTAS	30,866,980	52	29,890,012	51
3	RESULTADO BRUTO	28,285,726	48	28,170,789	49
4	GASTOS DE OPERACIÓN	8,933,795	15	8,714,273	15
5	RESULTADO DE OPERACIÓN	19,351,931	33	19,456,516	34
6	COSTO INTEGRAL DE FINANCIAMIENTO	1,685,382	3	879,134	2
7	RESULTADO DESPUES DE COSTO INTEGRAL DE FINANCIAMIENTO	17,666,549	30	18,577,382	32
8	OTRAS OPERACIONES FINANCIERAS	0	0	0	0
9					
	RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS Y P.T.U.	17,666,549	30	18,577,382	32
10	PROVISIÓN PARA IMPUESTOS Y P.T.U.	7,721,544	13	6,810,355	12
11	RESULTADO NETO DESPUES DE IMPUESTOS Y P.T.U.	9,945,005	17	11,767,027	20
12	PARTICIPACIÓN EN LOS RESULTADOS DE SUBSIDIARIAS Y ASOCIADAS NO CONSOLIDADAS	-40,519	0	-102,966	0
13	RESULTADO NETO POR OPERACIONES CONTINUAS	9,904,486	17	11,664,061	20
14	RESULTADO POR OPERACIONES DISCONTINUADAS (NETO)	0	0	0	0
15	RESULTADO NETO ANTES DE PARTIDAS EXTRAORDINARIAS	9,904,486	17	11,664,061	20
16	PARTIDAS EXTRAORDINARIAS EGRESO (INGRESO) NETO	0	0	0	0
17	EFFECTO AL INICIO DEL EJERCICIO POR CAMBIOS EN PRINCIPIOS DE CONTABILIDAD (NETO)	0	0	0	0
18	RESULTADO NETO	9,904,486	17	11,664,061	20
19	PARTICIPACIÓN MINORITARIA	0	0	0	0
20	RESULTADO NETO MAYORITARIO	9,904,486	17	11,664,061	20

ESTADO DE RESULTADO
DESGLOSE DE PRINCIPALES CONCEPTOS
(Miles de Pesos)

CONSOLIDADO

INFORMACIÓN DICTAMINADA

Impresión Final

REF R	CONCEPTOS	TRIMESTRE AÑO ACTUAL		TRIMESTRE AÑO ANTERIOR	
		Importe	%	Importe	%
1	VENTAS NETAS	59,152,706	100	58,060,801	100
21	NACIONALES	57,416,841	97	57,283,122	99
22	EXTRANJERAS	1,735,865	3	777,679	1
23	CONVERSIÓN A DOLARES	152,114	0	70,197	0
6	COSTO INTEGRAL DE FINANCIAMIENTO	1,685,382	100	879,134	100
24	INTERESES PAGADOS	2,796,619	166	2,941,852	335
25	PERDIDA EN CAMBIOS	674,341	40	689,570	78
26	INTERESES GANADOS	1,066,457	63	2,014,822	229
27	GANACIA EN CAMBIOS	0	0	0	0
28	RESULTADO POR POSICIÓN MONETARIA	-719,121	-43	-737,466	-84
42	PERDIDAD EN ACTUALIZACIÓN DE UDI'S	0	0	0	0
43	GANANCIA EN ACTUALIZACIÓN DE UDI'S	0	0	0	0
8	OTRAS OPERACIONES FINANCIERAS	0	100	0	100
29	OTROS GASTOS Y (PRODUCTOS) NETO	0	0	0	0
30	PERDIDA (UTILIDAD) EN VENTA DE ACCIONES PROPIAS	0	0	0	0
31	PERDIDAD (UTILIDAD) EN VENTA DE INVERSIONES TEMPORALES	0	0	0	0
10	PROVISIÓN PARA IMPUESTOS Y P.T.U.	7,721,544	100	6,810,355	100
32	I.S.R.	6,673,463	86	5,570,876	82
33	I.S.R. DIFERIDO	-387,014	-5	15,109	0
34	P.T.U.	1,436,095	19	1,224,370	18
35	P.T.U. DIFERIDA	0	0	0	0

ESTADO DE CAMBIOS EN LA SITUACIÓN
 DESGLOSE DE PRINCIPALES CONCEPTOS
 (Miles de Pesos)

CONSOLIDADO

INFORMACIÓN DICTAMINADA

Impresión Final

REF C	CONCEPTOS	TRIMESTRE AÑO ACTUAL	TRIMESTRE AÑO ANTERIOR
		Importe	Importe
1	RESULTADO NETO	9,904,486	11,664,061
2	PARTIDAS APLICADAS A RESULTADO QUE NO REQUIEREN UTILIZACIÓN DE RECURSOS		
3	FLUJO DERIVADO DEL RESULTADO NETO DEL EJERCICIO	10,126,058	10,221,339
4	FLUJO DERIVADO DE CAMBIOS EN EL CAPITAL DE TRABAJO	20,030,544	21,885,400
		6,368,955	-12,231,071
5	RECURSOS GENERADOS (UTILIZADOS) POR LA OPERACIÓN	26,399,499	9,654,329
6	FLUJO DERIVADO POR FINANCIAMIENTO AJENO	-7,741,351	-8,443,876
7	FLUJO DERIVADO POR FINANCIAMIENTO PROPIO	-4,764,495	-9,909,827
8	RECURSOS GENERADOS (UTILIZADOS) MEDIANTE FINANCIAMIENTO	-12,505,846	-18,353,703
9	RECURSOS GENERADOS (UTILIZADOS) EN ACTIVIDADES DE INVERSIÓN	-17,611,504	-2,603,471
10	INCREMENTO (DECREMENTO) NETO EN EFECTIVO E INVERSIONES TEMPORALES	-3,717,851	-11,302,845
11	EFECTIVO E INVERSIONES TEMPORALES AL INICIO DEL PERIODO	10,360,479	13,488,148
12	EFECTIVO E INVERSIONES TEMPORALES AL FINAL DEL PERIODO	6,642,628	2,185,303

ESTADO DE CAMBIOS EN LA SITUACIÓN FINANCIERA
 DESGLOSE DE PRINCIPALES CONCEPTOS
 (Miles de Pesos)

CONSOLIDADO

INFORMACIÓN DICTAMINADA

Impresión Final

REF C	CONCEPTOS	TRIMESTRE AÑO ACTUAL	TRIMESTRE AÑO ANTERIOR
		Importe	Importe
2	PARTIDAS APLICADAS A RESULTADOS QUE NO REQUIEREN UTILIZACIÓN DE RECURSOS	10,126,058	10,221,339
13	DEPRECIACIÓN Y AMORTIZACIÓN DEL EJERCICIO	10,472,553	10,103,264
14	INCREMENTO (DECREMENTO) NETO EN LA RESERVA PARA PENSIÓN Y PRIMA DE ANTIGÜEDAD	0.00	0
15	PERDIDA (GANANCIA) NETA EN CAMBIO	0.00	0
16	PERDIDA (GANANCIA) NETA POR ACTUALIZACIÓN DE PASIVOS Y ACTIVOS	0.00	0
17	OTRAS PARTIDAS	0.00	118,075
40	OTRAS PARTIDAS QUE NO TIENEN QUE VER CON EBITDA	-346,495	0
4	FLUJO DERIVADO DE CAMBIO EN EL CAPITAL DE TRABAJO	6,360,955	-12,231,071
18	DECREMENTO (INCREMENTO) EN CUENTAS POR COBRAR	-679,079	-833,855
19	DECREMENTO (INCREMENTO) EN INVENTARIOS	-50,207	250,813
20	DECREMENTO (INCREMENTO) EN OTRAS CUENTAS POR COBRAR Y OTROS ACTIVOS	4,726,059	-4,090,518
21	INCREMENTO (DECREMENTO) EN PROVEEDORES	0.00	0
22	INCREMENTO (DECREMENTO) EN OTROS PASIVOS	2,372,182	-7,497,511
6	FLUJO DERIVADO POR FINANCIAMIENTO AJENO	-7,741,351	-8,443,876
23	FINANCIAMIENTO BANCARIO Y BURSÁTIL A CORTO PLAZO	15,610,534	5,574,128
24	FINANCIAMIENTO BANCARIO BURSÁTIL A LARGO PLAZO	0.00	0
25	DIVIDENDOS COBRADOS	0.00	0
26	OTROS FINANCIAMIENTOS	0.00	75,237
27	AMORTIZACIÓN DE FINANCIAMIENTOS BANCARIOS	-16,086,071	-13,398,099
28	AMORTIZACIÓN DE FINANCIAMIENTOS BURSÁTILES	-6,713,355	-695,142
29	AMORTIZACIÓN DE OTROS FINANCIAMIENTOS	-560,469	0
7	FLUJO DERIVADO POR FINANCIAMIENTO PROPIO	-4,764,496	-9,909,827
30	INCREMENTO (DECREMENTO) EN EL CAPITAL SOCIAL	17,480	-599,837
31	DIVIDENDOS PAGADOS	-3,924,785	-3,863,961
32	PRIMA EN VENTA DE ACCIONES	6,523,370	0
33	APORTACIONES PARA FUTUROS AUMENTOS DE CAPITAL	-7,380,560	-5,446,029
9	RECURSOS GENERADOS (UTILIZADOS) EN ACTIVIDADES DE INVERSIÓN	-17,611,504	-2,603,471
34	DECREMENTO (INCREMENTO) EN INVERSIONES DE ACCIONES CON CARÁCTER PERMANENTE	-4,734,931	-1,129
35	ADQUISICIÓN DE INMUEBLES, PLANTA Y EQUIPO	-5,119,274	-2,566,017
36	INCREMENTO EN CONSTRUCCIONES EN PROCESO	-571,752	0
37	VENTAS DE OTRAS INVERSIONES CON CARÁCTER PERMANENTE	0	0
38	VENTAS DE ACTIVOS FIJOS TANGIBLES	0	0
39	OTRAS PARTIDAS	-7,185,547	-36,325

BOLSA MEXICANA DE VALORES

Clave de Cotización: Talmex
 TELEFONOS DE MEXICO, S.A. DE C.V.

TRIMESTRE: 2 AÑO: 2004

*RAZONES Y PROPORCIONES
 INFORMACIÓN CONSOLIDADA*

REF.	RAZON FINANCIERA	FORMULA	INTERPRETACIÓN
RENDIMIENTO			
1	RESULTADO NETO A VENTAS NETAS =	$\frac{\text{RESULTADO NETO CONSOLIDADO}}{\text{VENTAS NETAS}} \times 100 =$	16.74%
		$\frac{9,904,486}{59,152,706} \times 100 =$	16.74
2	RESULTADO NETO A CAPITAL CONTABLE =	$\frac{\text{RESULTADO NETO MAYORITARIO}}{\text{CAPITAL CONTABLE MAYORITARIO}} \times 100 =$	11.73%
		$\frac{9,904,486}{84,407,356} \times 100 =$	11.73
3	RESULTADO NETO A ACTIVO TOTAL =	$\frac{\text{RESULTADO NETO CONSOLIDADO}}{\text{ACTIVO TOTAL}} \times 100 =$	5.27%
		$\frac{9,904,486}{187,771,933} \times 100 =$	5.27
4	DIVIDENDO EN EFECTIVO A RESULTADO NETO DEL EJERCICIO ANTERIOR =	$\frac{\text{DIVIDENDOS PAGADOS EN EL PERIODO}}{\text{RESULTADO NETO MAYORITARIO DEL EJERCICIO ANTERIOR}} \times 100 =$	33.85%
		$\frac{-33,024,785.00}{-33,024,785.00} \times 100 =$	-33.85

11,864,061

5	RESULTADO POR POSICION MONETARIA A RESULTADO NETO =	$\frac{\text{Re Po Mo}}{\text{RESULTADO NETO CONSOLIDADO}} \times 100 =$ $\frac{-719,121}{9,904,486} \times 100 =$	-0.97% -7.26
ACTIVIDAD			
6	VENTAS NETAS A ACTIVO TOTAL =	$\frac{\text{VENTAS NETAS}}{\text{ACTIVO TOTAL}}$ $\frac{59,152,706}{187,771,933}$	0.32 VECES 0.32
7	VENTAS NETAS A = ACTIVO FIJO	$\frac{\text{VENTAS NETAS}}{\text{INMUEBLES, PLANTA Y EQUIPO}}$ $\frac{59,152,706}{122,714,989}$	9.80 VECES 0.48
8	ROTACION DE = INVENTARIOS	$\frac{\text{COSTO DE VENTAS}}{\text{INVENTARIO}}$ $\frac{30,866,980}{964,785}$	31.99 VECES 31.99
9	DIAS DE VENTAS POR = COBRAR	$\frac{\text{CLIENTES Y DOCUMENTOS POR COBRAR} / 1.10}{\text{VENTAS NETAS}} \times 90 \times 4 =$	87.8 DIAS

			<u>16,586,309</u>	x90 x4 =	87.8
			59,152,708		
10	INTERESES PAGADOS A PASIVO TOTAL CON COSTO =	INTERESES PAGADOS CREDITOS BANCARIOS A CORTO Y LARGO PLAZO	<u>2,796,619</u>	x 100 =	4.47%
			62,585,232		4.47%
APALANCAMIENTO					
11	PASIVO TOTAL A ACTIVO TOTAL =	PASIVO TOTAL ACTIVO TOTAL	<u>103,364,577</u>	x 100 =	55.05%
			187,771,833	x 100 =	55.05
12	PASIVO TOTAL A CAPITAL CONTABLE =	PASIVO TOTAL CAPITAL CONTABLE CONSOLIDADO	<u>103,364,577</u>	x 100 =	1.22 VECES
			84,407,356	x 100 =	1.22
13	PASIVO EN MONEDA EXTRANJERA A PASIVO TOTAL =	PASIVO EN MONEDA EXTRANJERA CORTO Y LARGO PLAZO PASIVO TOTAL	<u>52,115,232</u>	x 100 =	50.42%
				x 100 =	50.42

103,364,577

14	PASIVO A LARGO PLAZO =	<u>PASIVOS A LARGO PLAZO</u>	x 100 =	39.21%
	A ACTIVO FIJO	INMUEBLES, PLANTA Y EQUIPO		
		<u>48,114,037</u>	x 100 =	39.21
		122,714,989		
15	RESULTADO DE OPERACIÓN A =	<u>RESULTADOS DE OPERACIÓN</u>	x 100 =	6.92 VECES
	INTERESES PAGADOS	INTERESES PAGADOS		
		<u>19,351,931</u>	x 100 =	6.92
		2,790,619		
16	VENTAS NETAS A =	<u>VENTAS NETAS</u>	x 100 =	0.57 VECES
	PASIVO TOTAL	PASIVO TOTAL		
		<u>59,152,706</u>	x 100 =	0.57
		103,364,577		
LIQUIDEZ				
17	ACTIVO CIRCULANTE =	<u>ACTIVO CIRCULANTE</u>		1.06 VECES
	PASIVO CIRCULANTE	PASIVO CIRCULANTE		
		<u>36,570,811</u>		1.06
		34,490,525		
18	ACTIVO CIRCULANTE MENOS INVENTARIOS A PASIVO CIRCULANTE =	<u>ACTIVO CIRCULANTE-INVENTARIO</u>		1.03
		PASIVO CIRCULANTE		
		<u>35,806,016</u>		1.03
		34,490,525		

19	ACTIVO CIRCULANTE A = PASIVO TOTAL	$\frac{\text{ACTIVO CIRCULANTE}}{\text{PASIVO TOTAL}}$	0.35 VECES
		$\frac{36,570,811}{103,364,577}$	0.35
20	ACTIVO DISPONIBLE A = PASIVO CIRCULANTE	$\frac{\text{ACTIVO DISPONIBLE}}{\text{PASIVO CIRCULANTE}} \times 100 =$	19.26%
		$\frac{6,642,628}{34,490,525} \times 100 =$	19.26
FLUJO DE EFECTIVO			
21	FLUJO DERIVADO DEL RESULTADO NETO A = VENTAS NETAS	$\frac{\text{FLUJO DERIVADO DEL RESULTADO NETODEL EJERCICIO}}{\text{VENTAS NETAS}} \times 100 =$	33.86%
		$\frac{20,030,544}{59,152,706} \times 100 =$	33.86
22	FLUJO DERIVADO DE CAMBIOS EN EL CAPITAL DE TRABAJO A VENTAS NETAS	$\frac{\text{FLUJO DERIVADO DE CAMBIOS EN ELCAPITAL DE TRABAJO}}{\text{VENTAS NETAS}} \times 100 =$	10.77%

		<u>6,368,955</u>	10.77
		59,152,706	
23	INTERESES PAGADOS A RECURSOS GENERADOS = (UTILIZADOS) POR LA OPERACIÓN	RECURSOS OPERADOS (UTILIZADOS) POR LA OPERACIÓN <u>INTERESES PAGADOS</u>	8.44 VECES
		<u>26,399,499</u>	8.44
		2,786,619	
24	FINANCIAMIENTO AJENO A RECURSOS GENERADOS (UTILIZADOS) POR LA OPERACIÓN =	<u>FLUJO DERIVADO POR FINANCIAMIENTO AJENO</u> x 100 = RECURSOS GENERADOS (UTILIZADOS) POR FINANCIAMIENTO	62%
		<u>-7,741,351</u> x 100 =	61.90
		-12,505,848	
25	FINANCIAMIENTO PROPIO A RECURSOS GENERADOS (UTILIZADOS) POR FINANCIAMIENTO =	<u>FLUJO DERIVADO POR FINANCIAMIENTO PROPIO</u> RECURSOS GENERADOS (UTILIZADOS) POR FINANCIAMIENTO	38.10%
		<u>-4,764,495</u> x 100 =	38.10
		-12,505,848	
26	ADQUISICION DE INMUEBLES PLANTA Y EQUIPO A RECURSOS GENERADOS	ADQUISICION DE INMUEBLES, PLANTA Y EQUIPO <u>RECURSOS GENERADOS (UTILIZADOS)</u>	29.07%

(UTILIZADOS) EN ACTIVIDADES
DE INVERSION

POR ACTIVIDADES DE INVERSION

-5,119,274

29.07%

-17,611,504

RAZONES DE VALUACION O DE MERCADO

1	RESULTADO NETO POR ACCION ORDINARIA =	<u>RESULTADO NETO MAYORITARIO</u> NUMERO DE ACCIONES	\$	1.51
		<u>9,904,486</u> 12,118,859,954		0.08%
2	VALOR CONTABLE POR ACCION ORDINARIA =	<u>CAPITAL CONTABLE MAYORITARIO</u> NUMERO DE ACCIONES	\$	7.44
		<u>84,407,358</u> 12,118,859,954		0.70%
3	DIVIDENDO EN EFECTIVO POR ACCION =	<u>DIVIDENDO EN EFECTIVO PAGADO EN EL PERIODO</u> NUMERO DE ACCIONES	\$0	
		<u>\$0.32</u> 12,118,859,954		0.00%
4	DIVIDENDO EN ACCIONES POR ACCION =	<u>IMPORTE DE LA CAPITALIZACION EN EL PERIODO</u> NUMERO DE ACCIONES	\$0.00	

		0	0.00%
		<u>12,118,859,854</u>	
5	VALOR DE MERCADO (ULTIMO HECHO) A VALOR EN LIBROS =	$\frac{\text{VALOR DE MERCADO DE LA ACCION}}{\text{CAPITAL CONTABLE MAYORITARIO /}} \\ \text{NUMERO DE ACCIONES}$	999.29
		<u>6.96</u>	999.29
		0.01	
6	VALOR DE MERCADO (ULTIMO HECHO) = UTILIDAD POR ACCION	$\frac{\text{VALOR DE MERCADO DE LA ACCION}}{\text{RESULTADO NETO MAYORITARIO/ NUMERO DE}} \\ \text{ACCIONES}$	1.89 VECES
		<u>6.96</u>	1.99 VECES
		0.00	

BOLSA MEXICANA DE VALORES, S.A. DE C.V.

Clave de Cotización: Telmex
 Telefonos de México, S.A. DE C.V.

TRIMESTRE: 2 AÑO: 2004

**DATOS POR ACCION
 INFORMACIÓN CONSOLIDADA**

INFORMACION DICTAMINADA

REF D	CONCEPTOS	Impresion Final	
		TRIMESTRE AÑO ACTUAL Importe	TRIMESTRE AÑO ANTERIOR Importe
1	UTILIDAD BASICA POR ACCION ORDINARIA (**)	1.74	\$1.77
2	UTILIDAD BASICA POR ACCION PREFERENTE (**)	0	\$0.00
3	UTILIDAD DILUIDA POR ACCION (**)	0	\$0.00
4	UTILIDAD DE OPERACIONES CONTINUAS POR ACCION ORDINARIA (UOCPA) (**)	1.74 0	\$1.77 \$0.00
5	EFECTO DE OPERACIONES DISCONTINUADAS EN UOCPA (**)	0	\$0.00
6	EFECTO DE RESULTADOS EXTRAORDINARIOS EN UOCPA (**)	0	\$0.00
7	EFECTO DE CAMBIOS EN PRINCIPIOS DE CONTABILIDAD EN UOCPA (**)	0	\$0.00
8	VALOR EN LIBROS POR ACCION	6.96	\$5.48
9	DIVIDENDO EN EFECTIVO ACUMULADO POR ACCION	0.32	\$0.31
10	DIVIDENDO EN ACCIONES POR ACCION	0 acciones	0 acciones
11	PRECIO DE MERCADO (ULTIMO HECHO) A VALOR EN LIBROS	2.79 veces	3.07 veces
12	PRECIO DE MERCADO (ULTIMO HECHO) A UTILIDAD BASICA POR ACCION ORDINARIA (**)	11.17 veces	9.5 veces
13	PRECIO DE MERCADO (ULTIMO HECHO) A UTILIDAD BASICA POR ACCION PREFERENTE (**)	0 veces	0 veces

(**) INFORMACION ULTIMOS DOCE MESES

COSTO DE CAPITAL = $K_d(1 - t)$

K_d = Costo de capital
 t = Tasa Fiscal

COSTO Integral de Financiamiento

Intereses pagados 2,796,619.00

PASIVO

Créditos Bancarios C.P. 13,601,195.00
 Créditos Bancarios C.P. 850,000.00
 Créditos Bancarios L.P. 12,985,037.00
 Créditos Bursátiles L.P. 35,129,000.00
 Total 62,565,232.00

$$\frac{\text{Intereses Pagados}}{\text{Pasivo Total}} = K_d$$

$K_d = 0.0447$

A) COSTO COMPONENTE DE LA DEUDA

Resultado antes de impuestos 17,066,549.00
 Provisión para impuestos y PTU 7,721,544.00
 Tasa de impuestos y PTU 0.4371

COSTO DE LA DEUDA = $K_d(1 - T)$

$\text{Costo_de_deuda} = K_d(1 - T) = 0.0252$

D) COSTO DE LAS UTILIDADES RETENIDAS

ENFOQUE BONO MAS PRIMA DE RIESGO

Costo de utilidades retenidas = Bono + prima de riesgo

Bono ó tasa de Cetes 28 días = 0.0975
 Prima de riesgo = 0.03
 Costo de utilidades retenidas = 0.1275

G) COSTO DE ACCIONES COMUNES

$$K_{ac} = \frac{D}{P_0(1 - F)} + g$$

K_{ac} = Costo de las acciones comunes
 P_0 = Precio de la acción común
 F = Costo de flotación
 g = tasa de crecimiento

Utilidad mayoritaria = 9,904,486.00
 Número de acciones = 12,118,859,954.00
 Dividendo común = 0.8173

$$P_0 = \frac{\text{Capital Contable Mayoritario}}{\text{Número acciones comunes}}$$

Capital Contable Mayoritario = 84,407,356.00
 Número de acciones comunes = 12,118,859,954.00
 $P_0 = 6.96$

El costo de flotación = 0.03

$$g = \frac{\text{Ventas actuales}}{\text{Ventas históricas}} - 1 * 100$$

Ventas actuales = 59,152,706.00
 Ventas históricas = 58,060,801.00
 $g = 1.88\%$

Costo de acciones comunes = 13.98%

COSTO DE CAPITAL PONDERADO

COMPONENTE	IMPORTE	PARTICIPACIÓN	CTO. COMPONENTE	CTO. PONDERADO
Deuda	62,565,232.00	33.81%	4.47%	1.51%
Utilidades Retenidas	38,103,548.00	20.59%	12.75%	2.62%
Acciones Comunes	84,407,356.00	45.61%	13.98%	6.37%
T O T A L	185,076,136.00	100.00%	31.26%	10.51%

COSTO DE CAPITAL PROMEDIO PONDERADO

10.51%

Capítulo V
ANÁLISIS DEL CASO PRÁCTICO.
CONCLUSIONES

- 5.1 Análisis de la empresa FEMSA.
- 5.2 Análisis de la empresa PEÑÓLES.
- 5.3 Análisis de la empresa TELMEX.
- 5.4 Conclusiones.

5. ANÁLISIS DEL CASO PRÁCTICO. CONCLUSIONES.

- 5.1 Análisis de la empresa FEMSA.
- 5.2 Análisis de la empresa PEÑOLES.
- 5.3 Análisis de la empresa TELMEX.
- 5.4 Conclusiones.

Introducción

El objetivo final de este documento es el analizar los resultados obtenidos en el cálculo del costo de capital de cada una de las empresas que sirvieron como objeto de nuestro estudio. En este análisis se considerará resaltar los principales renglones de los estados financieros que se consultaron para tal objetivo, así como destacar las fuentes de financiamiento a las cuales se remitieron las empresas del estudio. Por último considerando los resultados daremos de manera general las conclusiones de esta investigación. Cabe mencionar que se elaboró un modelo de análisis aplicable de manera idéntica a las tres empresas, los importes que se manejan en los rubros principales de esta investigación podrán ser consultados en los estados financieros de cada empresa que se encuentra en el capítulo anterior.

Al final de este documento, en el apartado de anexos, se elaboró una serie de semblanzas que permiten conocer la identidad de cada una de las empresas que sirvieron de objeto de estudio, así como un par de noticias de periódico nacional que nos sirven para fundamentar nuestras conclusiones.

Análisis financiero para definir el costo de capital de la empresa:

5.1 FOMENTO ECONÓMICO MEXICANO, S.A. DE C.V.

Es necesario recordar que el costo de capital se refiere en general al costo de las fuentes de financiamiento.

En este caso primero se identificaron las fuentes de financiamiento con costo explícito, y se identificó que tiene créditos bancarios y bursátiles tanto a corto como a largo plazo. El importe de los financiamientos mencionados anteriormente asciende a \$36,464,803.00 miles de pesos; por otro lado se pagaron de intereses por éstos financiamientos el importe de \$1,668,637.00 miles de pesos

Al calcular el costo de estas fuentes de financiamiento resultó un valor de .0458 que si se multiplica por 100 se tiene como resultado 4.58% que es lo que se pago con respecto a la totalidad de los pasivos obtenidos. Asimismo se cuantifico la t (tasa fiscal), sin embargo se utilizó la utilidad antes de ISR y PTU y la provisión que se tiene para ISR y PTU, misma que se dividió en la utilidad comentada ($1,920,300.00 / 4,875,215.00 = 0.3939$) por lo tanto la t para este caso es de 39.39%. Finalmente se aplico la formula para calcular el costo de los pasivos con costo explícito la cual es: $k_d (1 - t)$, $0.0458 * (1 - 0.3939) = .0277 * 100 = 2.77\%$

Para determinar las utilidades retenidas se consideró el enfoque de **Bono más prima de riesgo**, en este caso se aplicó la tasa de Cetes vigente al momento de realizar los cálculos, (9.75% para plazos de 28 días) y la tasa del riesgo país promedio del 3% (indicador económico), entonces al sumar la tasa de interés de Cetes más riesgo país se obtiene un total de .1275 que multiplicado por 100 es de 12.75%

En el cálculo de las acciones comunes se utilizó la fórmula:

$$K_{ac} = \frac{D}{P_o(1-F)} + g$$

donde:

Kac = Es el costo de las acciones comunes

D = Dividendos por acción

Po = Precio de la acción común

F = Costo de flotación

g = tasa de crecimiento

Al sustituirse los datos correspondientes el costo de financiamiento por acciones comunes para este caso es de 38.80%.

Una vez que se tuvo el costo específico de cada de las fuentes de financiamiento, se registró su importe correspondiente a fin de determinar el grado de importancia o repercusión de cada una de las fuentes con respecto al total del financiamiento que la empresa ha utilizado, el cual se multiplico por el costo específico de cada fuente y al sumarse los productos, se consiguió el costo de capital promedio ponderado de la empresa, en este caso fue de: **16.89%**. Como muestra el cuadro siguiente:

COSTO DE CAPITAL PONDERADO

COMPONENTE	IMPORTE	ARTICIPACIÓN	CTO. COMPONENTE	CTO. PONDERADO
Deuda	36,464,803.00	35.68%	4.58%	1.63%
Utilidades Retenidas	14,494,019.00	14.18%	12.75%	1.81%
Acciones Comunes	31,062,314.00	30.39%	38.80%	11.79%
Acciones Preferentes	20,185,203.00	19.75%	8.40%	1.66%
T O T A L	102,206,339.00	100.00%	64.53%	16.89%

COSTO DE CAPITAL PROMEDIO PONDERADO

16.89%

Del procedimiento anterior se obtuvieron las siguientes reflexiones:

1. La empresa se financió de la siguiente manera: el 35.68% a través de deuda, 14.18% a través de utilidades retenidas, 30.39% con acciones comunes y el 19.75% con acciones preferentes. Siendo en este caso la deuda el renglón más preponderante de las fuentes de financiamiento.
2. Se aprecia que el uso de recursos por vía préstamos es de una proporción de 36 centavos por cada peso de activo que la empresa posee.
3. La Tasa interna de rendimiento deberá ser mayor el costo de capital promedio ponderado, para que sea rentable.
4. Se aprecia que el costo de las deudas es menor que las tasas activas que la banca maneja para el caso México.
5. En esencia se podría recomendar a esta empresa que continúe con ese financiamiento moderado en el cual no incluya más proporción de financiamiento por acciones, no sin antes analizar los derechos que se perderían si se disminuye o aumenta la proporción de acciones.
6. Si se llega a cambiar la estructura de capital, es muy seguro que el riesgo global de la empresa también cambiará.

Análisis financiero para definir el costo de capital de la empresa:

5.2 INDUSTRIAS PEÑÓLES

En este caso, al igual que en la empresa anterior se identifican las fuentes de financiamiento con costo explícito, mostrando la información que tiene créditos bancarios y bursátiles tanto a corto como a largo plazo. El importe de los financiamientos explicados anteriormente asciende a \$4,840,606.00 miles de pesos; por otro lado se pagaron de intereses por éstos financiamientos el importe \$ 209,981.00 miles de pesos

Al calcular el costo de estas fuentes de financiamiento resulta un valor de .0434 que si se multiplica por 100 se tiene un resultado de 4.34% que es lo que se pago con respecto a la totalidad de los pasivos obtenidos. Asimismo se cuantifico la t (tasa fiscal), sin embargo se utilizó la utilidad antes de ISR y PTU y la provisión que se tiene para ISR y PTU, misma que se dividió en la utilidad comentada ($259,605.00 / 693,023.00 = 0.0271$) por lo tanto la t para este caso es de 2.71%. Finalmente se aplico la formula para calcular el costo de los pasivos con costo explícito la cual es: $k_d (1 - t)$, $0.0434 * (1 - .3746) = .0271 * 100 = 2.71\%$

Para determinar las utilidades retenidas se consideró el enfoque de **Bono más prima de riesgo**, en este caso se aplicó la tasa de Cetes vigente al momento de realizar los cálculos, (9.75% para plazos de 28 días) y la tasa de riesgo país promedio del 3% (indicador económico utilizado por los inversionistas al momento de calcular las posibilidades de éxito de sus proyectos de inversión en un país determinado), entonces al sumar la tasa de interés de Cetes más el riesgo país dio un total .1275 que multiplicado por 100 es de 12.75%

En el cálculo de las acciones comunes se utilizó la fórmula:

$$Kac = \frac{D}{P_o(1 - F)} + g$$

donde:

Kac = Es el costo de las acciones comunes

D = Dividendos por acción

Po = Precio de la acción común

F = Costo de flotación

g = tasa de crecimiento

Al sustituirse los datos correspondientes el costo de las acciones comunes para este caso es de 32.97%.

Una vez que se tuvo el costo específico de cada de las fuentes de financiamiento, se registró su importe correspondiente a fin de determinar el grado de importancia o repercusión de cada una de las fuentes con respecto al total del financiamiento que la empresa ha utilizado, el cual se multiplico por el costo específico de cada fuente y al sumarse los productos, se consiguió el costo de capital promedio ponderado de la empresa, en este caso fue de: **19.56%**. Como lo muestra el cuadro siguiente:

COSTO DE CAPITAL PONDERADO

COMPONENTE	IMPORTE	ARTICIPACIÓN	CTO. COMPONENTE	CTO. PONDERADO
Deuda	4,840,606.00	21.54%	4.34%	0.93%
Utilidades Retenidas	6,867,692.00	30.57%	12.75%	3.90%
Acciones Comunes	9,955,807.00	44.31%	32.97%	14.61%
Acciones Preferentes	803,607.00	3.58%	3.37%	0.12%
TOTAL	22,467,712.00	100.00%	53.43%	19.56%

COSTO DE CAPITAL PROMEDIO PONDERADO

19.56%

Del procedimiento anterior se obtuvieron las siguientes reflexiones:

1. La empresa se financió de la siguiente manera: el 21.54% a través de deuda, 44.31% con acciones comunes y el 3.58% con acciones preferentes. Siendo en este caso el renglón más preponderante el de acciones comunes en lo que se refiere a las fuentes de financiamiento.
2. Se aprecia que el uso de recursos por vía préstamos es de una proporción de 22 centavos por cada peso de activo que la empresa posee.
3. La Tasa interna de rendimiento deberá ser mayor el costo de capital promedio ponderado, para que sea rentable.
4. Se aprecia que el costo de las deudas es menor que las tasas activas que la banca maneja para el caso México.
5. En esencia se podría recomendar a esta empresa que continúe con ese financiamiento moderado en el cual no incluya más proporción de financiamiento por acciones, no sin antes analizar los derechos que se perderían si se disminuye o aumenta la proporción de acciones.
6. Si se llega a cambiar la estructura de capital, es muy seguro que el riesgo global de la empresa también cambiará.

Análisis financiero para definir el costo de capital de la empresa:

5.3 TELEFONOS DE MÉXICO S.A. DE C.V.

Al igual que en los casos anteriores se identificaron las fuentes de financiamiento con costo explícito, y se identificó que tiene créditos bancarios y bursátiles tanto a corto como a largo plazo. El importe de los financiamientos explicados anteriormente asciende a \$62,565,232.00 miles de pesos; por otro lado se pagaron de intereses por éstos financiamientos el importe \$2, 796,619.00 miles de pesos

Al calcular el costo de estas fuentes de financiamiento resultó un valor de .0447 que si se multiplica por 100 se tiene un resultado de 4.47% que es lo que se pago con respecto a la totalidad de los pasivos obtenidos. Asimismo se cuantifico la t (tasa fiscal), sin embargo se utilizó la utilidad antes de ISR y PTU y la provisión que se tiene para ISR y PTU, misma que se dividió en la utilidad comentada ($7,721,544 / 17,666,549.00 = 0.4371$) por lo tanto la t para este caso es de 43.71%. Finalmente se aplico la formula para calcular el costo de los pasivos con costo explícito la cual es: $k_d (1 - t)$, $0.0447*(1-.4371)= .0252*100= 2.52\%$

Para determinar las utilidades retenidas se determinó a través del enfoque de **Bono más prima de riesgo**, en este caso la tasa de Cetes vigente al momento de realizar los cálculos fue de 9.75% para plazos de 28 días y la tasa de riesgo país promedio del 3 %, entonces al sumar la tasa de interés de Cetes más el riesgo dio un total .1275 que multiplicado por 100 es de 12.75%

En el cálculo de las acciones comunes se utilizó la fórmula:

$$K_{ac} = \frac{D}{P_o(1 - F)} + g$$

donde:

Kac = Es el costo de las acciones comunes

D = Dividendos por acción

Po = Precio de la acción común

F = Costo de flotación

g = tasa de crecimiento

Al sustituirse los datos correspondientes el costo de las acciones comunes para este caso es de 13.98%.

Una vez que se calculó el costo específico de cada de las fuentes de financiamiento, se registro el importe de cada de las fuentes de financiamiento para determinar cuanto representa cada una de las fuentes con respecto al total de financiamiento que la empresa ha utilizado, el cual se multiplico por el costo específico de cada fuente y al sumarse los productos, se consiguió el costo de capital promedio ponderado de la empresa, en este caso fue de: **10.51%**. Como lo muestra el cuadro siguiente:

COSTO DE CAPITAL PONDERADO

COMPONENTE	IMPORTE	PARTICIPACIÓN	CTO. COMPONENTE	CTO. PONDERADO
Deuda	62,565,232.00	33.81%	4.47%	1.51%
Utilidades Retenidas	38,103,548.00	20.59%	12.75%	2.62%
Acciones Comunes	84,407,356.00	45.61%	13.98%	6.37%
TOTAL	185,076,136.00	100.00%	31.20%	10.51%

COSTO DE CAPITAL PROMEDIO PONDERADO

10.51%

De lo anterior hacemos las siguientes reflexiones:

1. 33.81% se financió con deuda, 20.59% por utilidades retenidas, 45.61% con acciones comunes, siendo las principales fuentes de financiamiento.
2. Se aprecia que el uso de recursos por vía préstamos es de una proporción de 34 centavos por cada peso de activo que la empresa posee.
3. La Tasa interna de rendimiento deberá ser mayor el costo de capital promedio ponderado, para que sea rentable.
4. Se aprecia que el costo de las deudas es menor que las tasas activas que la banca maneja para el caso México.
5. En esencia se podría recomendar a esta empresa que modifique su estructura de capital en la que se incluya más proporción de deuda que acciones, no sin antes analizar los derechos que se perderían si se disminuye la proporción de acciones.
6. Si se llega a cambiar la estructura de capital, es muy seguro que el riesgo global de la empresa también cambiará.
7. Es denotar que la información consultada no permitió identificar que se utilizará acciones preferentes como fuente de financiamiento.

5.4 Conclusiones:

La investigación ha permitido resaltar algunos puntos que servirán de base para estas conclusiones:

- El concepto financiamiento se refiere a proporcionar los fondos necesarios para la puesta en marcha, desarrollo y gestión de cualquier proyecto o actividad económica.
- Los recursos económicos obtenidos deben ser retornados durante el plazo y retribuidos a un tipo de interés fijo o variable previamente preestablecido, si bien los fondos propios de la empresa constituyen otra fuente de financiación.
- Obtener financiamiento no ha sido una labor fácil; sin embargo, se puede tener diferentes fuentes de financiamiento y utilizar cada una de ellas de acuerdo a las ventajas y desventajas de éstas.
- Normalmente para la compra de los activos que se requieren en las compañías se necesitan recursos financieros, los cuales pueden provenir de diferentes fuentes de financiamiento (externas e internas). Independientemente de donde provengan dichos recursos financieros éstos tienen un costo por su uso.
- El financiamiento se puede dar a través de fuentes internas y externas. En estas últimas encontramos organismos públicos y privados que han fortalecido económicamente de manera constante a las empresas en México, De tres años a la fecha encontramos al Banco de Comercio Exterior (BANCOMEXT), Fideicomiso de Fomento Minero (FIFOMI), Fideicomisos instituidos en relación con la agricultura (FIRA), Fondo para la consolidación de la Microempresa del D.F.(FOCOMI), Programa de Capital de Riesgo para Empresas Sociales (FONAES), Nacional Financiera (NAFINSA), BANAMEX, BANORTE, BBVA BANCOMER, SANTANDER SERFIN, entre otros.

- El costo de capital o costo de capital promedio ponderado, es parte fundamental del grupo de conceptos que hoy en día el empresario debe manejar para hacer frente al cada vez más competitivo entorno. Sin el manejo adecuado de este concepto, así como su cálculo y estimación, el empresario se encuentra sin un parámetro que le indique si la rentabilidad de su empresa y las oportunidades de inversión que se le presentan tienen el rendimiento mínimo requerido.
- En todas las inversiones que se realizan siempre es importante conocer cuánto cuesta el uso de los recursos financieros que se utilizan para la adquisición de terrenos, maquinaria, equipo, licencias, patentes, marcas, utensilios de trabajo, en fin, todo activo¹¹ que se requiera para generar ingresos monetarios en las empresas.
- En el caso de los préstamos bancarios el interés que se paga a los bancos y los gastos por los trámites que se realizan en la obtención del financiamiento representan los costos por el uso de los recursos. Cuando se emiten acciones el pago de dividendos de las utilidades obtenidas y el costo de intermediación de la casa de bolsa por la colocación de las acciones en la Bolsa de Valores representan el costo por el uso de recursos obtenidos mediante la emisión de acciones. Las empresas también pueden emitir cualquier otro instrumento financiero (por ejemplo bonos)¹² que les permitan obtener fondos, con los cuales se comprometan a pagar una cantidad fija de interés periódica y a la devolución del capital cuando venza el plazo con el que fueron emitidos dichos instrumentos financieros, en este caso el costo de capital de los recursos financieros lo constituyen los intereses pagados.

¹¹ Se considera como **activo** todos los valores que posee una persona o empresa entre los que podemos mencionar; terrenos, planta, inventarios de equipo, gastos pagados anticipadamente, efectivo, cuentas por pagar.

¹² Se denomina **bono** al título-valor puesto a la venta por bancos, empresas o el propio Estado para captar del mercado dinero en efectivo y es un instrumento en el que se representa una deuda para el que lo emite y que se compromete a pagar una cantidad en intereses al tenedor de dicho instrumento, así como a la devolución del capital en una fecha determinada.

- Las inversiones que se realicen deben producir una tasa de rendimiento superior a la que se paga por el uso de los recursos que se necesitaron (costo de capital) para realizar la inversión; de tal manera que se puede establecer como principio básico financiero **que toda inversión que se realice debe generar una tasa de rendimiento mayor que su costo de capital.**
- Para determinar el costo del capital de una empresa deben seguirse los siguientes pasos:
 - Identificar las fuentes de financiamiento por las cuales se paga el uso de los recursos financieros.
 - Determinar cuánto se paga por el uso de los recursos de cada una de las fuentes de financiamiento.
 - Establecer la participación de cada una de las fuentes de recursos en el financiamiento total de la empresa.
 - Calcular el costo total del financiamiento considerando el costo de cada una de las fuentes de recursos y su participación (porcentual) en el total de financiamiento.
- Existe un principio primordial con relación al costo de capital, cuando este costo es menor que el rendimiento que se obtiene por la inversión de estos bienes conviene cubrir lo que se paga por los recursos obtenidos debido a que se obtiene un rendimiento por la obtención e inversión de dichos fondos, en caso contrario no conviene obtener financiamientos, ya que el rendimiento de la inversión de esos financiamientos no será suficiente para pagar los costos por el uso del dinero.

- Es importante que cuando se deban evaluar decisiones de financiamiento e inversión deba calcularse el costo de capital a fin de determinar el costo beneficio de dichas operaciones y con ello disminuir el riesgo de pérdida.
- Otros de los puntos que vale la pena resaltar en el cálculo del costo de capital ponderado es el **Riesgo País**, éste es un indicador económico utilizado por los inversionistas al momento de calcular las posibilidades de éxito de sus proyectos de inversión. Matemáticamente hablando, es la diferencia (spread) que existe entre el rendimiento de un título público emitido por un gobierno nacional y un título de características y maduración similares emitido por un gobierno que se considera tiene el menor riesgo del mercado financiero internacional, por ejemplo los bonos del Tesoro de los Estados Unidos de Norteamérica.
- El riesgo país es calculado en distintos escenarios y para efectos diversos por distintas entidades; las más influyentes son las Calificadoras Internacionales de Riesgo (CIR), por ejemplo *Moody's*, *Standard & Poor's*, *Fitch-IBCA*. También existen otras 2 compañías que calculan el riesgo país (RP) resultando ambas el benchmark de este tipo de medición. Dichas entidades son la empresa de corretaje e inversión J.P. Morgan con su indicador EMBI – Emerging Markets Bond Index - (Índice de los bonos de mercados emergentes) y el *Euromoney* o *Institutional Investor*. Cada una de ellas posee su propio método, pero generalmente arriban a resultados similares.
- Existe más de una manera de calcular el riesgo país (RP); sin embargo, todas tienen los mismos fundamentos básicos. Se tratan de regresiones econométricas que están conformadas por dos elementos bien delineados: los cuantitativos y los cualitativos. En el caso de los primeros es posible obtener una estimación objetiva ya que se está partiendo de cifras; pero en los segundos las estimaciones son subjetivas, ya que las expectativas y la información con la que cuente cada calificadora son claves en la determinación de éstas.

- El RP se calcula para poder determinar, de la mejor manera posible, cuál será el riesgo de una inversión en un país determinado. Este contiene un heterogéneo grupo de variables riesgosas, entre ellas, por ejemplo, se encuentra el riesgo de no pago de la deuda por parte del Estado deudor (*Default Risk*).
- Al inicio de esta investigación se planteó un problema específico:
¿Cómo está conformado la estructura de financiamiento de las empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores y cuál es el costo de esa estructura? En base a la misma se obtuvo en el caso práctico las siguientes conclusiones :
 - Las fuentes de financiamiento para las empresas estudiadas (TELMEX, FEMSA, PEÑOLES) están definidas en cuatro rubros generales: Deuda, Utilidades Retenidas , Acciones Preferentes y Acciones Comunes. Siendo este último rubro el más sobresaliente como fuente de financiamiento (en un promedio de 40.10 % de las fuente en general) para las empresas estudiadas. La segunda fuente que resalta, es la de **deuda** (30.34 %), las **utilidades retenidas** con un 21.78 % se encuentra en tercer lugar y por último las **acciones preferentes** en un 11.66%.
 - Considerando las cantidades anteriores es importante reflexionar que tanto le interesa a las empresas perder el control de su organización a través de la emisión de acciones comunes. Consideremos que el costo de capital es más caro bajo esta modalidad.
 - Por otro lado el costo de la deuda está en base a las negociaciones de pago que haya hecho la empresa con las instituciones de crédito. es importante determinar este pasivo si se maneja en moneda nacional o hay cantidades en moneda extranjera, considerando que estas empresas están involucradas en proyectos con empresas internacionales.
 - Por último cabe resaltar que el costo de capital de las empresas estudiadas se encuentran en un porcentaje bajo en comparación con el costo bancario. Esto de muestra una habilidad dentro de sus estrategias financieras.

- No olvidemos que actualmente las autoridades se encuentran habilitadas bajo decreto para poder embargar a las empresas deudoras con instituciones bancarias.
- Estratégicamente es importante reflexionar que tanto a la empresa le conviene financiarse a través de la emisión de acciones comunes hasta llegar al punto de perder el control y voto de sus propias empresas.

Bibliografía

Arroyo Antonio M, Prat Margarita, "Dirección Financiera", 3ª. Ed. España, Deusto, 2003, pp. 430

Bierman Jr., Harold, "Planeación Financiera Estratégica", 11ª reimpresión, México, CECSA, 1998, pp. 254.

Burbano Ruiz Jorge E., Ortiz Gómez Alberto, "Presupuestos, enfoque moderno de planeación y control de recursos", 2ª. Ed., Mc Graw Hill, México, 2000, pp. 376

Gitman J., Lawrence, "Principios de Administración Financiera", 8ª Ed., Prentice Hall, México, 2000, pp. 593.

Gitman J., Lawrence y Joehnk D. Michael, "Fundamentos de inversión", 5ª Ed., México, Harla, 1997, pp. 872.

Herrera Avendaño, Carlos, "Fuentes de financiamiento", 2ª. Reim., México, sicco, 2001, pp. 220

Instituto Mexicano de Contadores Públicos, "Contabilidad Superior", 3ª. Reimp. IMPC, México, 1998, pp. 382

Jhonson W., Robert y Melicher W. Ronald, "Administración Financiera", 5° Ed., México, CECSA, 1993, pp. 706.

Morales Castro Arturo, "Pymes Financiamiento, inversión y administración de riesgos", 1ª. Ed., México, Gasca Sicco, 2004, pp. 352

Morales Castro José Antonio y Morales Castro Arturo, "Proyectos de inversión en la práctica, formulación y evaluación", 1ª. Ed., México, Gasca Sicco, 2003, pp. 442

Moreno Fernández, Joaquín, "Las Finanzas en la Empresa", 3° Ed., México, Dirección General de Publicaciones, UNAM, 1984, pp. 454.

Perdomo Moreno, Abrahám, "Métodos y Modelos Básicos de Planeación Financiera", 2° Ed., México, PEMA, 2002, pp. 317.

Perdomo Moreno, Abrahám, "Planeación financiera", 6° Ed., México, PEMA, 2001, pp. 363.

Perdomo Moreno, Abraham, "Administración Financiera del Capital de Trabajo", 1° Ed., México, Thomson, 2000, pp. 318.

Rojas Palacios, Humberto, "Introducción a las Finanzas", 1° Ed., Trillas, México, 2003, pp. 180.

Van Horne, James C. "Fundamentos de Administración Financiera" 8ª. México, Ed., Prentice Hall Hispanoamericana, 1994, pp 859.

Villegas Hernández, Eduardo y Ortega Ochoa Rosa María, "Sistema Financiero de México", 1ª. Ed., Mc Graw Hill, México, 2002, pp.346.

Weston Fred J. y Brigham F. Eugene, "Fundamentos de Administración Financiera", 7ª ed., Interamericana, México, 1987, pp. 813.

Hemerografía:

Dorantes Patricia M., "Las Finanzas y su evolución. un nuevo paradigma", Rev. Emprendedores. México 1999, Marzo-Abril, Num. 56

Esquivel, Lourdes, "Los Contactos que no pueden faltarle", Revista Entrepreneur, México, 2005, volumen 13 número 04, pag. 38.

Morales Castro Arturo, "Las PyME's y el costo de financiamiento. ¿Cuál es el costo del endeudamiento?", Adminístrate Hoy, México, 2003, No. 108. pp. 30-37

Morales Castro Arturo, "Micro, pequeña y mediana empresa: Opciones de financiamiento", Adminístrate Hoy, México, 2003, No. 113. pp. 32-44.

"Pymes, sector estratégico para los bancos latinoamericanos", El Financiero, 4 de Abril del 2005.

Renold Reyes, Verónica, "No representan Pymes negocio para la banca", El Economista, 4 de Abril del 2005.

Sitios de Internet:

Sitio en la WWW	Concepto	Semblanza
www.universidadabierta.edu.mx/Biblio/L/Lopez%20Isaac-Finanzas.htm	FINANZAS	Se puede consultar todo acerca del ámbito de las finanzas y como estas ayudan en diversos sectores.
www.universidadabierta.edu.mx/Biblio/F/Fat%20JoseAdmon%20financiera.htm	¿QUÉ SON LAS FINANZAS?	Nos menciona el concepto, objetivos, campo, función, alcance y nos habla también acerca de lo que es el financiamiento y sus tipos.
www.condusef.gob.mx/sistema_financiero/sistema_financiero.htm	FINANCIAMIENTO	Nos habla acerca de todo aquello sobre lo que compone al financiamiento y nos describe las funciones que tienen las instituciones que los otorgan.
www.universidadabierta.edu.mx/Biblio/C/ChavezGonzalez_PlaneacionFinan.htm	FINANCIAMIENTO E INVERSION	Esta página electrónica aborda todo acerca al Financiamiento e Inversión de las Empresas, así como también menciona acerca de las instituciones que se encargan de proporcionarlo.
www.gestiopolis.com/canales/financiera/articulos/15/costocapital.htm	COSTO DE CAPITAL	Nos menciona el concepto, su cálculo y un análisis superficial del mismo.
www.femsa.com	FEMSA	Proporciona información acerca de su historia, sobre sus productos, sus ventas y la organización como tal.
www.penoles.com.mx	PEÑOLES	Menciona cuales son los distintos minerales que extraen, sus ventas, así como también menciona todo el aspecto administrativo que tienen la empresa.
www.telmex.com.mx	TELMEX	Nos habla acerca de su gama de productos así como también nos menciona todo aquella que conforma a la empresa.

ANEXOS

- RESEÑAS DE LAS EMPRESAS
- ARTÍCULOS HEMEROGRÁFICOS

Breves reseñas de las empresas que sirvieron como objeto de estudio de esta investigación

FEMSA²¹

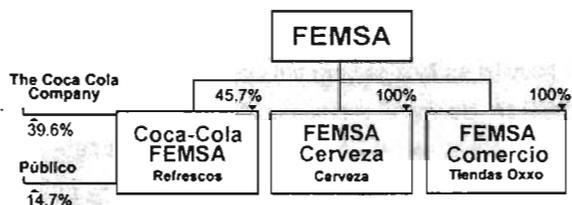
FOMENTO ECONOMICO MEXICANO, S.A. DE C.V.

Fomento Económico Mexicano, S.A. de C.V. (FEMSA), empresa integrada de bebidas con mayores ventas en América latina, inicia en el año de 1890 con la fundación de la cervecería Cuauhtémoc en Monterrey, N.L.; con la misión de "satisfacer y agradar con excelencia al consumidor de bebidas". En 1918, se crea la Sociedad Cuauhtémoc y famosa (hoy SCYF) para promover el desarrollo educativo y económico del personal y sus familias. En 1943 don Eugenio Garza Sada encabeza la fundación del Tecnológico de Monterrey, una de las más prestigiadas Universidades de Latinoamérica. En 1945, cervecería Cuauhtémoc abre el primer hospital en México para brindar servicio médico a sus empleados y familia. En 1954 se incorpora cervecería Tecate en baja California. En 1957 FEMSA es pionera al establecer un programa de vivienda para sus trabajadores. En 1978 se abre la primera tienda OXXO. Un año después FEMSA adquiere su primera franquicia de Coca-cola, con lo cual nace Coca-cola FEMSA. En 1985 se marca una nueva era en la industria cervecera mexicana con la adquisición de cervecería Moctezuma. En 1993 se adquiere la franquicia de Coca-cola en Buenos Aires, Argentina, año en el cual Coca-cola FEMSA es listado en la BMV y en el NYSE. En el año 2003 Coca-cola FEMSA adquiere nuevos territorios en Centro y Sudamérica. Hoy: Coca-cola FEMSA es el embotellador de productos coca-cola más grande en la región; FEMSA cerveza es la segunda empresa cervecera en México y un importante exportador de cerveza a Estados Unidos y otros países del mundo; y OXXO es la cadena de tiendas de conveniencia más extensa y con mejor cobertura en México.

²¹ Información obtenida de: www.femsa.com.mx

- En refrescos, Coca-Cola FEMSA es la embotelladora de productos Coca-Cola más grande en América Latina y la segunda con mayor volumen de ventas en el mundo.
- En cerveza, FEMSA Cerveza es una de las cerveceras líderes en México que produce y distribuye marcas como Tecate, Sol, Dos Equis y Carta Blanca. Exporta principalmente a Estados Unidos y países selectos de los cinco continentes.
- En tiendas de conveniencia, Oxxo es la cadena comercial más grande de América Latina, administrando más de 3,563 establecimientos en México.

FEMSA opera a través de las siguientes subsidiarias:



Coca-Cola FEMSA es el embotellador más grande de bebidas de Coca-Cola en América Latina, y el segundo a nivel mundial, en base de los volúmenes de venta del 2003. Tiene operaciones en 9 países de América Latina, incluyendo a México, Centroamérica, Colombia, Venezuela, Brasil y Argentina.

FEMSA Cerveza es una de las cerveceras líderes en México que produce y distribuye marcas como Tecate, Sol, Dos Equis y Carta Blanca, cuyas exportaciones ascienden a más de 70 países alrededor del mundo.

FEMSA Comercio opera Oxxo, la más grande cadena de tiendas de conveniencia en México. FEMSA Comercio cuenta con más de 3,563 tiendas Oxxo ubicadas estratégicamente en las áreas metropolitanas más importantes del país. Gracias a

su ritmo acelerado de crecimiento, actualmente ocupa el décimo lugar entre las mayores cadenas de tiendas de conveniencia del mundo.

Las Operaciones Estratégicas apoyan a las operaciones de bebidas abasteciendo latas, botellas de vidrio, corcholatas, etiquetas y equipo de refrigeración. Otros servicios incluyen la administración de logística, brindada principalmente a las subsidiarias de FEMSA.

PEÑOLES²²

Industrias Peñoles, S.A. de C.V. cuyas acciones cotizan en la bolsa mexicana de valores desde 1968, junto con sus subsidiarias, es uno de los grupos industriales mexicanos de recursos naturales más importantes desde su fundación en 1887. Inicialmente dedicada a la exploración, minado, fundición, afinación y comercialización de minerales metálicos no ferrosos y posteriormente al sector químico y refractario. Actualmente es el mayor productor mundial de plata afinada y sulfato de sodio y uno de los mayores exportadores netos del sector privado de México.

Las industrias peñoles cuenta actualmente con mas de 430 millones de onzas de plata, 4 millones de onzas de oro, 800,000 toneladas de plomo y 2.6 millones de onzas de zinc.

Esta empresa se encuentra envuelta en varios proyectos mineros joint ventures y en exploraciones de minas en el Perú.

Las cifras son frías: cerca de dos mil personas dependen directamente de Met Mex Peñoles en La Laguna y otras ocho mil lo hacen de manera indirecta. El 60 por ciento del flujo de efectivo del Grupo Peñoles es generado precisamente en esta región.

La cadena de proveedores es amplia, se estima en 400 locales. El gasto corriente de la planta es sustancial: 13 millones de dólares mensuales, de los cuales tan sólo 5,850 millones de dólares es por concepto de consumo de energía.

A nivel nacional, cerca de 60 mil personas dependen de las operaciones diarias de esta planta minero metalúrgica instalada en la Comarca Lagunera. Y lo reconocen: Met-Mex Peñoles es una gran cobija económica no sólo para la región, sino para todo el país.

²² Información obtenida de: www.penoles.com.mx

Además de generar divisas y ocupar los primeros lugares a nivel mundial en la exportación de plata, plomo, zinc y bismuto, los diez mil empleos directos e indirectos que se generan en La Laguna son razones de gran peso social que rebasan su importancia exportadora y económica para las autoridades municipales y estatales de Coahuila y Durango.

De igual forma, su presencia se entrelaza en forma directa e indirecta con las actividades educativas de las universidades, el apoyar la cultura, las obras de infraestructura y a las asociaciones civiles de la región.

Ubicada en la parte centro del norte del país, en una superficie de 36 hectáreas, la empresa inició operaciones en 1901 y después de más de 100 años, Met Mex Peñoles tiene un valor en activos fijos por 450 millones de dólares.

Las cifras resultan por demás impactantes al darse a conocer que las ventas anuales de la compañía ascienden a los mil millones de dólares en el procesamiento de minerales no ferrosos como el oro, plata, zinc y bismuto, principalmente.

Peñoles es una compañía 100 por ciento mexicana en capital y tecnología, con presencia nacional en 12 entidades del país dentro del ramo minero metalúrgico-químico. A decir de los especialistas, la empresa ocupa el sexto lugar como exportador privado en México, sin olvidar que es el complejo metalúrgico más grande en América Latina y el cuarto a nivel mundial.

¿Cuánto gastan?

Pocos saben que Met Mex Peñoles es una pieza fundamental para el Grupo, ya que sin él, no se hubieran generado los 7,714.08 millones de pesos durante el año 2003. Adicionalmente, por concepto de gasto corriente la compañía derramó mensualmente en el mismo año cerca de 13 millones de dólares, tanto en pago a proveedores, salarios, energía eléctrica, pago de impuestos, entre otros puntos. A

pesar de que 2003 fue un año de contracción económica, especialmente de Metales, el grupo derramó 156 millones de dólares.

Se estima que la empresa destina un 45 por ciento del gasto en el pago de energía eléctrica (5,850 millones de dólares), un 25 por ciento en salarios (3,250 millones de dólares), en impuestos un diez por ciento (1.3 millones de dólares), un 15 por ciento en proveedores y contratistas (1,950 millones de dólares) y un cinco por ciento en transporte (650 mil dólares).

Aún cuando el Impuesto Sobre la Renta es el más representativo para el fisco, al Instituto Mexicano del Seguro Social se aportan al año seis millones de dólares.

Ficha Técnica

Estas son algunas de las cifras del Met-Mex Peñoles:

Flujo de efectivo que genera = \$7,714.08 millones de pesos =(60 por ciento)

Empleo directo = 2 mil empleados

Empleo directo nacional = 60 mil personas

Proveedores = 970 nacionales, 400 proveedores locales, 40 claves, 8,000 empleos

Gasto corriente mensual = 13 millones de dólares

Pago energía = 5,850 millones de dólares

Salarios = 3,250 millones de dólares

Impuestos = 1.3 millones de dólares

Proveedores = 1,950 millones dólares

Transporte = 650 mil dólares

Seguro Social = 6 millones dólares

Ventas metales = Mil millones de dólares anuales

Producción oro = 30 mil kilos anuales

Plata = 2,500 toneladas

Zinc = 240 mil toneladas

Plomo = 140 mil toneladas

FUENTE: Met-Mex Peñoles

TELMEX²³

TELÉFONOS DE MÉXICO S.A. DE C.V.

El 23 de diciembre de 1947 se crea la empresa Teléfonos de México al adquirir los bienes, propiedades y concesiones de la compañía Teléfonos Ericsson, S.A.. En 1950, Teléfonos de México adquiere los bienes y concesiones de la compañía telefónica y telegráfica mexicana y se consolidan los servicios. En 1972, se firma un convenio entre el gobierno federal y Teléfonos de México, mediante el cual la empresa pasa a ser de participación estatal mayoritaria. El gobierno federal suscribe el 51% del capital social. En agosto de 1990, la concesión principal de Telmex para operar una red pública para ofrecer servicios telefónicos básicos es modificada y en diciembre de 1990, el gobierno federal vende las acciones de control de Telmex a un grupo encabezado por grupo Carso, S.A. de C.V., SBC International, INC, una subsidiaria de SBC Communications y France Télécom Financière Internationale, una subsidiaria de France Télécom. En abril de 1996, Carso transfiere sus acciones de Telmex a Carso Global Telecom, S.A. de C.V. Telmex posee y opera el mayor sistema de telecomunicaciones en México. Actualmente, es líder en la provisión de los servicios local, de larga distancia y celular en México. Asimismo, Telmex provee otros servicios de telecomunicaciones y relacionados tales como el servicio de directorios telefónicos, transmisión de datos, acceso al servicio de Internet, radiolocalización e interconexión a operadores de larga distancia.

La privatización de Telmex en diciembre de 1990, significó para la empresa establecer un plan de trabajo de tres años (1991-1993) con objetivos específicos de crecimiento y modernización que buscaba extender los beneficios de las telecomunicaciones a cada vez más mexicanos, así como para ofrecer productos y servicios de la mayor calidad con tecnología de vanguardia. Los títulos ADR'S de Telmex empezaron a cotizar en el mercado de valores el 14 de mayo de 1991.

²³ Información obtenida de: www.telmex.com.mx

Los retos establecidos en el Título de Concesión bajo el que fue privatizada Telmex, fueron ampliamente superados en el número de líneas en servicio, telefonía pública así como en el número de comunidades con cobertura. Adicionalmente, Telmex realizó importantes avances en el desarrollo y construcción de la Red de fibra óptica así como en la digitalización de la planta. El cable submarino Columbus II empezó operaciones conectando a 57 empresas de telefonía en 41 países. El Columbus II facilitó una mayor capacidad de transmisión con gran calidad y nuevos servicios avanzados en telecomunicaciones.

En el año de 1997, el mercado mexicano de Larga Distancia se abrió a la competencia. Telmex cumplió ampliamente con todos los requerimientos impuestos por las autoridades nacionales con el fin de realizar una transición a la competencia en la industria de las telecomunicaciones sin contratiempos. La plataforma tecnológica de Telmex se preparó para interconectar a los nuevos operadores de larga distancia en el país. El 1 de enero inició la competencia en las 60 principales ciudades del país donde el 75% de los clientes decidieron quedarse con los servicios que Telmex ofrece.

Posteriormente, en el año de 1999, Telmex asumió un compromiso en un plan a dos años denominado Telmex20/20 enfocado en continuar el proceso de modernización y crecimiento de la infraestructura telefónica. El Plan cumplió con sus objetivos 6 meses antes de lo previsto. Específicamente se alcanzó el 100% de digitalización de la planta de telefonía local así como contar con 20 millones de servicios entre líneas fijas, inalámbricas, cuentas de Internet y enlaces dedicados a la transmisión de datos.

El complejo entorno económico y los cambios políticos marcaron el año 2001. El impacto de los conflictos internacionales y el dramático decremento en el valor de mercado de las empresas de tecnología, intensificó la recesión económica que resultó más evidente en la segunda mitad del año, especialmente en nuestro país.

Frente a un entorno económico desfavorable y a una intensa competencia en el mercado mexicano de las telecomunicaciones, la posición de Telmex como el

principal proveedor de servicios integrales de telecomunicaciones en el país se fortaleció. Esto como resultado de concentrar los esfuerzos de la empresa en el conocimiento y la satisfacción de las necesidades de nuestros clientes, en incrementar nuestra oferta de servicios integrados, en el mantenimiento de la evolución tecnológica de la plataforma de telecomunicaciones en todo el país y aportando el soporte necesario para el desarrollo de la industria de las telecomunicaciones en México.

En el periodo de 1990-2003, Telmex invirtió alrededor de 27 mil millones de dólares. El año 2003 fue complicado no solo por las condiciones económicas que se manifestaron con un crecimiento moderado de la economía, sino también por un entorno regulatorio de incertidumbre que afecta las decisiones de inversión de Telmex. Sin embargo, la empresa ha sacó ventaja de este año consolidando los logros alcanzados en los años previos y buscando obtener una mayor eficiencia en el control de gastos de nuestros procesos básicos.

El 49% de los bancos en Latinoamérica dice ser un socio de las pymes.

El 21% dicen estar presentes solo cuando estos negocios los necesitan financieramente.

El 12% de los bancos dicen estar un paso adelante de las pymes con productos de calidad.

tán / LUNES 4 DE ABRIL DEL 2005 / e-mail: pymes@eleconomista.com.mx

No representan pymes negocio para la banca

Su prioridad sigue siendo el crédito al consumo

VERÓNICA BERNALDO RIVERA
El Economista

La pequeña y mediana empresa (pymes) es considerada por la banca como un mercado importante, aunque no prioritario en el corto plazo.

Esto se desprende según el primer estudio sobre la predisposición de las entidades financieras de América Latina y el Caribe para el otorgamiento de crédito a las pymes, realizado por la Federación Latinoamericana de Bancos (Felaban) y el Fondo Multilateral de Inversión.

En éste, se precisa que los bancos son optimistas hacia dicho sector, pues en todas las regiones esperan un crecimiento moderado de las pymes y una mejora en su situación, pero hasta dentro de dos años.

También se revela que con base a la óptica de los bancos, los créditos a las pymes "entrañan una serie de riesgos debido al manejo informal que tienen estas empresas".

El estudio especifica que aun cuando no existen impedimentos importantes de regulación, ni en relación con los procedimientos internos del banco, éstos se enfrentan primordial-

Problemas al evaluar créditos



mente a problemas como falta de información financiera o de garantías sólidas.

De ahí, agrega, que si bien aunque cada lo bancos consideran a las pymes un mercado importante, sólo seis mencionan contar con un área especializada y cuatro tienen este servicio en todas sus sucursales, además sólo cuatro dan asesoramiento técnico y profesional.

Asimismo, la relación con este tipo de empresas por parte de la banca es considerada sólo como un "acompañamiento" o apoyo a su actividad, mismo que se ve reflejado en la falta de disponibilidad por parte de las instituciones para desarrollar nuevos productos, así como de adaptar particularidades para los diversos segmentos de este mercado.

¿Importa más el crédito al menudeo

El estudio reveló que la prioridad de la mayoría de los bancos latinoamericanos sigue siendo el crédito al consumo.

"Indican que buscan diferenciarse a través de la calidad del servicio, a través de productos de crédito que mejor se ajustan a su perfil", dijo el estudio.

En este sentido, se considera que un aspecto a superar radica en la baja ponderación que le asignan en sus desarrollos para las pymes, respecto a la facilidad de la operación.

No obstante la mayor parte de las instituciones cuenta con políticas crediticias para el sector, basadas en créditos comerciales de corto plazo para capital de trabajo.

Además, aun cuando en toda la región existen programas gubernamentales que garantizan el cumplimiento de las pymes de sus adeudos, son pocas las instituciones que operan con este mecanismo, por lo que el fidejazo es básicamente propio.

Aun así, "los bancos suponen que las pymes mejorarán su situación económica próximamente y por lo tanto podrían destinar más fondos para su captación y retención".

Lo que implica que la mayoría está interesada en recibir asistencia técnica en programas para las pymes y cofinancias. veynad@eleconomista.com.mx

Pymes, sector estratégico para los bancos latinoamericanos

Entre las conclusiones del primer estudio realizado por el Fondo Multilateral de Inversiones (Fomín/BID) y la Federación Latinoamericana de Bancos, sobre la predisposición de las entidades financieras de Latinoamérica y el Caribe para la financiación de las pequeñas y medianas empresas.

Para el mismo, se contactaron a directivos de 111 entidades bancarias de la región.

En cuanto al lugar que ocupan las Pequeñas y Medianas Empresas (Pymes) en los negocios bancarios regionales, los bancos las definen sobre la variable básica de la facturación (86), aunque según los funcionarios bancarios, sus gobiernos añaden un elemento más: personal ocupado (28). El tipo de sociedad, nivel de activos, clientes que tienen, nivel de ventas, son los parámetros que les siguen en importancia. A su vez, el nivel de retornos, de endeudamiento, decreta del gobierno y actividad económica, demandan un menor interés por parte de los mismos.

La banca, optimistas respecto al futuro

Todas las regiones esperan un crecimiento moderado del sector Pymes y expresan el amplio interés de la banca, tanto privada

como pública, para brindarles asistencia financiera. De ahí que más de la mitad de los bancos consideran que en su país la situación de las Pymes será moderadamente mejor en dos años.

Si bien ocho de cada 10 consideran a las Pymes como un mercado importante, seis mencionan contar con un área especializada y cuatro tienen este servicio en todas las sucursales (aun cuando por las características

de operación de estas empresas podría requerir de un banco cercano). También cuatro de cada 10 bancos consultados ofrecen asesoramiento en aquellos aspectos que contribuirían a mejorar su organización impositiva y comercial.

Limitaciones que enfrentan bancos y Pymes

Según la óptica de los bancos, el préstamo a las Pymes entraña una serie de riesgos debido al manejo informal que tienen estas empresas, aunque no encuentran impedimentos importantes en cuanto a los organismos de regulación, ni en relación con los procedimientos internos del banco.

Teniendo en cuenta el cuadro anterior, la pregunta sería: ¿cómo están instrumentando los bancos el financiamiento a las Pymes? Si bien se perciben en una función de acompañamiento, no estarían desarrollando nuevos productos ni adaptaciones particulares para segmentos de este mercado. Indican que buscan diferenciarse mediante la calidad del servicio, incluyendo en el mismo "pensar en el cliente" para determinar los productos de crédito que mejor se ajustan a su perfil.

Un aspecto a superar radicaría en la baja ponderación que le asignan en sus desarrollos para las Pymes, la facilidad de la operación y asesoramiento.

Si bien en la región se reconoce la presencia de las SCR, son muy pocas las entidades que están efectivamente operando con este tipo de garantías. El fondo es básicamente propio. En segundo lugar, mencionan fondos del exterior mediante operaciones conjuntas con organismos internacionales o líneas de créditos del exterior.

Las entidades que están llevando adelante políticas de promoción de sus créditos lo hacen por medio de cuatro vías, y si bien las tradicionales como las visitas personales continúan prevaleciendo (84 por ciento), un nuevo canal, internet, empieza a ocupar un lugar como vía de colocación (22 por ciento).

Desafíos y oportunidades

Los bancos suponen que las Pymes mejorarán su situación económica próximamente, y por lo tanto podrían destinar más fondos para su captura y retención. Y aunque hoy no forman parte de su política habitual, a futuro tendrían interés en trabajar con esta meta con organismos internacionales.

Seis de cada 10 bancos tienen interés en recibir asistencia técnica en programas para Pymes, y un cuarta parte estaría dispuesto a cofinanciarlos. Sólo un banco de cada 10 respondió en forma negativa. Asimismo, estarían dispuestos a proporcionar a dichos organismos internacionales la información necesaria para realizar esta tarea en forma conjunta.

Si bien los bancos se encontraban conformes con los modelos que estaban utilizando para evaluar los créditos a Pymes, el 43 por ciento reconoció que le sería útil para efectuar algunos ajustes. Este grupo es el que integra el 25 por ciento que demandaría asistencia para desarrollar estos sistemas de evaluación, así como para la colaboración de estos organismos internacionales en el desarrollo de programas de capacitación para oficiales de crédito.

PROBLEMATICA PARA LA EVALUACION DE UN CREDITO (PYMES)

Como porcentaje	
Falta de disponibilidad de la información (cuántica)	65
Falta de garantías sólidas	63
Ingresos por economía informal	41
Historial negativo del cliente	35
Dificultad por ser una empresa familiar (alta dependencia de gestión del dueño)	32
Falta de evaluación del proyecto a financiar	29
Riesgo del sector al que pertenece la Pyme	28
Regulación externa del banco (organismos de control bancario, fiscales, previsionales)	20
Capacidad de repago del proyecto	19
Desconocimiento sobre el funcionamiento del crédito por parte de los directivos	9
Calidad de pago del beneficiario	8
Tiempo necesario para evaluar un crédito	3
Falta de metodología adecuada para procesar créditos expeditamente	3

Fuente: Feleban/D'Aleasio IROL.