



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

POSGRADO EN ECONOMÍA

DOCTORADO EN ECONOMÍA

CAMPO DE CONOCIMIENTO EN ECONOMÍA APLICADA

EL FINANCIAMIENTO DE LAS GRANDES EMPRESAS MANUFACTURERAS EN EL CONTEXTO DE LA
LIBERALIZACIÓN FINANCIERA EN MÉXICO: EVIDENCIA EMPÍRICA DE LAS CATEGORÍAS MINSKY
(1990-2010)

TESIS QUE PARA OPTAR POR EL GRADO DE DOCTOR EN ECONOMÍA

PRESENTA:

CLAUDIA ESTHER ORTIZ GUERRERO

TUTOR: MTRO. CELSO GARRIDO NOGUERA
UNIVERSIDAD AUTÓNOMA METROPOLITANA

DR. JORGE BASAVE KUNHARDT, UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO
DR. JAVIER JUAN FROILÁN MARTÍNEZ PÉREZ, UNIVERSIDAD AUTÓNOMA METROPOLITANA
DR. JOSÉ DE JESÚS RODRÍGUEZ VARGAS, UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO
DR. JORGE ALONSO BUSTAMANTE TORRES, UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

CIUDAD UNIVERSITARIA, MÉXICO, FEBRERO 2023.



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.

AGRADECIMIENTOS

Muchas son las aportaciones e importantes contribuciones vertidas al presente trabajo. Sirvan estas líneas para expresar mi profundo agradecimiento a quienes, con voluntad, interés y empeño, contribuyeron para que esta investigación alcanzara el rigor y la calidad necesarios para ofrecer evidencias y abrir nuevas líneas de análisis para ulteriores problematizaciones en torno al origen y destino de los flujos de recursos y a la caracterización de la estrategia de gestión financiera de las grandes empresas manufactureras en México.

En primer lugar, mi gratitud a Celso Garrido Noguera, director de esta tesis, quien me permitió dar cauce al tema a partir del inestimable intercambio de ideas, enseñanzas y orientación académica. También reafirmo especialmente su generosidad y su invaluable amistad.

Reconozco el interés en el tema así como las aportaciones y comentarios académicos de los profesores investigadores Jorge Basave Kunhardt, Javier Juan Froilán Martínez Pérez, Jorge Alonso Bustamante Torres; Guadalupe Mántey de Anguiano, Lilia Domínguez Villalobos, Alejandro Montoya Mendoza y Arturo Huerta González. Especial mención merece José de Jesús Rodríguez Vargas, colega en el posgrado, quien me apoyó en los tramos más complicados de esta investigación.

Destaco el empeño y la experiencia vertida en la construcción de esta tesis a AnaLilia Alvarado Figueroa, Ricardo Rivera Flores, Alejandro Rivera Ramos y Luis Alberto Campos Flores, quienes contribuyeron en la búsqueda de información, estimaciones y presentación de resultados. Asimismo, a Horacio Ortiz González y Adriana Robledo Valencia, que leyeron y revisaron la presentación del texto en las diferentes etapas de su construcción.

Mención aparte merecen la maestra Enue Gazvani Piña González y el licenciado Canek Vega Contreras, por sus eficientes esfuerzos y apoyo para sobrellevar los trámites y registro administrativo para la validez institucional de la presente tesis.

A la memoria de mis padres Horacio Ortiz Tovar y María Esther Guerrero Carrillo.

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN	11
--------------	----

CAPÍTULO I

FINANCIAMIENTO Y GRANDES EMPRESAS MANUFACTURERAS A PARTIR DE LA DÉCADA DE LOS NOVENTA

1.1	Algunos supuestos sobre la perspectiva teórica de la liberalización financiera	25
1.2	Ciclos económicos financieros y financiamiento	29
1.2.1	Dinámica y elementos de los ciclos económicos financieros	31
1.3	Financiamiento y posiciones financieras de las empresas	48
1.4	Gobierno corporativo y financiamiento de las empresas	54
1.5	Fuentes de financiamiento de las grandes empresas	56
	Conclusiones	59

CAPÍTULO II

CRECIMIENTO Y FINANCIAMIENTO EMPRESARIAL EN PAÍSES EN DESARROLLO: EL CASO DE LAS GRANDES EMPRESAS MANUFACTURERAS EN MÉXICO

2.1	Hechos estilizados del financiamiento en países en desarrollo	63
2.2	La muestra	67
2.3	Tamaño de la empresa y actividad empresarial	69
2.4	Financiamiento del crecimiento empresarial: Tasa de retención y financiamiento interno y externo del crecimiento	84
2.5	Estructura del capital de las empresas	92

2.6	Retorno de dividendos	98
	Conclusiones	103

CAPÍTULO III

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LAS GEM: EL CAMBIO EMPRESARIAL

3.1	Posición financiera de las empresas	109
3.2	La muestra de GEM	116
3.3	Participación de las GEM en el sector manufacturero	120
3.4	Estrategia de crecimiento de las GEM	121
3.4.1	Activos e ingresos nacionales y extranjeros	121
3.4.2	Internacionalización de las GEM	130
3.4.2.1	Fusiones y adquisiciones	140
3.5	Estructura de deuda: Pasivos de corto y largo plazos en moneda nacional y extranjera	142
3.6	Gobierno corporativo de las GEM	147
3.7	Estrategia de rentabilidad de las GEM	163
3.7.1	Financiarización y GEM	167
3.8	Posiciones financieras Minsky	174
3.8.1	Doce estudios de caso	177
3.8.1.1	Sector agricultura, química y textil: <i>QB Industrias y Parras</i>	177
3.8.1.2	Sector alimentos, bebidas y comercio: <i>Bimbo y Grupo Continental</i>	178
3.8.1.3	Sector maquinaria, transporte y vehículos: <i>San Luis Corporativo e Iasa</i>	180
3.8.1.4	Sector minerales no metálicos: <i>Cemex y Vitro</i>	183

3.8.1.5	Sector papel, celulosa y otros: <i>Bio – Pappel y Qumma</i>	185
3.8.1.6	Sector siderurgia y metalurgia: <i>Ahmsa e Ichb</i>	187
	Conclusiones	191
CONCLUSIONES FINALES		193
CUADROS CAPÍTULO II		
2.1	Muestra de grandes empresas manufactureras (1990-2003)	67
2.2	Tamaño de la empresa y actividad empresarial (Promedio 1990-2003)	72
2.3	Grupo de empresas dentro de la muestra Posición de acuerdo a tamaño de la empresa. Promedio (1990-2003)	73
2.4	Tamaño de la empresa y actividad empresarial. Promedio (1990-2003) Grupos de empresas	74
2.5	Tamaño de la empresa y actividad empresarial. Promedio (1990-2003) Grupo 1: Empresas de la posición 1 a 10	75
2.6	Tamaño de la empresa y actividad empresarial. Promedio (1990-2003) Grupo 2: Empresas de la posición 11 a 20	78
2.7	Tamaño de la empresa y actividad empresarial. Promedio (1990-2003) Grupo 3: Empresas de la posición 21 a 30	80

2.8	Tamaño de la empresa y actividad empresarial. Promedio (1990-2003) Grupo 4: Empresas de la posición 31 a 40	82
2.9	Financiamiento del crecimiento empresarial (1993-2003)	85
2.10	Financiamiento del crecimiento empresarial (1993-2001) Grupos de empresas	86
2.11	Financiamiento del crecimiento empresarial Grupo 1: Empresas de la posición 1 a 10	88
2.12	Financiamiento del crecimiento empresarial Grupo 2: Empresas de la posición 11 a 20	89
2.13	Financiamiento del crecimiento empresarial Grupo 3: Empresas de la posición 21 a 30	90
2.14	Financiamiento del crecimiento empresarial Grupo 4: Empresas de la posición 31 a 40	91
2.15	Estructura de capital de las empresas (1993-2001)	93
2.16	Estructura de capital de las empresas (1993-2001) Grupos de empresas	94
2.17	Estructura de capital de las empresas Grupo 1: Empresas de la posición 1 a 10	95
2.18	Estructura de capital de las empresas Grupo 2: Empresas de la posición 11 a 20	96
2.19	Estructura de capital de las empresas Grupo 3: Empresas de la posición 21 a 30	97
2.20	Estructura de capital de las empresas Grupo 4: Empresas de la posición 31 a 40	98
2.21	Retorno de dividendos (1990-2003)	100
2.22	Retorno de dividendos Grupo de empresas (1990-2003)	101

CUADROS ANEXOS

3.1	Empresas canceladas en la BMV 1990-2010	202
3.2	Muestra de grandes empresas manufactureras 1990-2010	203
3.3	Participación de la muestra en la industria manufactureras	204
3.4	Inversión neta	205
3.5	Activos	206
3.6	<i>Ranking</i> de activos durante las crisis	207
3.7	Ventas	208
3.8	<i>Ranking</i> de ventas durante la crisis	209
3.9 (A)	Estructura de mercado	210
3.9 (B)	Estructura de mercado	211
3.10	Las 20 principales multinacionales mexicanas, por activos	212
3.11	IED de la muestra por sector económico	213
3.12 (A)	Estructura de pasivos por tipo de moneda y plazo	214
3.12 (B)	Estructura de pasivos por tipo de moneda y plazo	215
3.13	Características del financiamiento externo: Deuda	216
3.14	Composición del flujo de efectivo: Recursos de la operación	217
3.15	Composición del flujo de efectivo en las crisis: Recursos de la operación	218

3.16	Composición del flujo de efectivo: Recursos del financiamiento	219
3.17	Composición del flujo de efectivo en las crisis: Recursos del financiamiento	220
3.18	Composición del flujo de efectivo: Recursos de inversión	221
3.19	Composición del flujo de efectivo en las crisis: Recursos de inversión	222
3.20	Total del flujo de efectivo 1990 – 2010	223
3.21	Financiamiento externo: Bancario Deuda	224
3.22	Financiamiento externo: Bursátil Deuda	225
3.23	Financiamiento externo: Otros financiamientos Deuda	226
3.24	Financiamiento externo: Bancario Amortizaciones	227
3.25	Financiamiento externo: Bursátil Amortizaciones	228
3.26	Financiamiento externo: Otros financiamientos Amortizaciones	229
3.27	Financiamiento interno Dividendos	230
3.28	Financiamiento interno Otros	231
3.29	Instrumentos financieros derivados	232
3.30	EBIT	233
3.31	ROE	234
3.32	ROA	235

3.33	Financiarización	236
3.34	Flujo de efectivo/costo del financiamiento	237
3.35	Posiciones financieras Minsky	238

ESQUEMAS

	Factores determinantes del comportamiento económico de las GEM	14
--	--	----

FIGURAS

1.1	Financiamiento de las grandes empresas	239
1.2 (A)	Instrumentos financieros en la liberalización	242
1.2 (B)	Instrumentos financieros en la liberalización	243
1.3	Toma de decisión de las empresas	244
3.1	Rubros del flujo de efectivo	149

GRÁFICAS

1.1	Determinación del tipo de interés en el mercado financiero	41
1.2	Precio de los bienes de capital y de la inversión	42
1.3	Comportamiento financiero de una empresa	43
1.4	Sensibilidad de la inversión a las estimaciones de riesgo	45
1.5	Inversión agregada y financiamiento	46
3.1	<i>Parras y QB Industrias</i>	178
3.2	<i>Bimbo y Grupo Continental</i>	179

3.3	<i>San Luis Corporativo e Iasa</i>	181
3.4	<i>Vitro y Cemex</i>	183
3.5	<i>Qumma y Bio-Pappel</i>	186
3.6	<i>Ahmsa y Ichb</i>	190

ANEXOS

ANEXO DEL CAPITULO I	239
ANEXO DEL CAPITULO II	246
ANEXO DEL CAPITULO III	250
SIGLAS DE ORGANISMOS	255
BIBLIOHEMEROGRAFÍA	256

INTRODUCCIÓN

En México particularmente hace tres décadas iniciaron cambios en la organización económica nacional con las reformas económicas de los años noventa, lo que plantea un nuevo escenario en el desempeño y crecimiento las grandes empresas. A la luz de este escenario resulta pertinente el análisis del financiamiento de las grandes empresas. Este trabajo contribuye a esclarecer el origen y destino de los flujos de recursos y a la caracterización de la estrategia de financiamiento de las grandes empresas mexicanas.

El objetivo de esta investigación es analizar la estrategia de financiamiento de las grandes empresas manufactureras (GEM) en la última década del siglo pasado y la primera de éste bajo la perspectiva de la hipótesis de Minsky (1987), sobre fragilidad financiera. Se destaca que existe una relación directa entre deuda, flujos de efectivo e inversión que está determinada endógenamente en función de la dinámica del ciclo económico-financiero. Esta hipótesis se funda en el carácter dinámico e inestable del sistema financiero, debido a la propia naturaleza del capitalismo. Minsky elabora su análisis a partir del comportamiento de las empresas, particularmente de la estructura financiera. Establece tres tipos: las cubiertas o conservadoras; las especulativas, y Ponzi. Las empresas conservadoras tienen una estructura paralela de flujos de efectivo de activos y pasivos. En las especulativas la deuda es mayor que los flujos de entrada (pero pueden cubrir los intereses de la deuda), por lo que se refinancian constantemente. Las empresas Ponzi son aquellas donde los flujos de efectivos no cubren el principal de la deuda y los intereses y en consecuencia pierden la credibilidad y confianza ante los prestamistas. Si en una economía hay un incremento de empresas en una posición Ponzi, el sistema financiero será cada vez más frágil hasta producirse una crisis sistémica.

Esta investigación se enfoca en esa teoría y se destaca que la inversión depende de los flujos de efectivo, de la deuda y de la sostenibilidad de su ritmo de crecimiento conforme a la capacidad de pago. Esto se instrumenta con un soporte técnico-económico específico. De otra parte se señala que las obligaciones de las empresas guardan relación con los flujos de efectivo que determinan su posición financiera, la cual evolucionaría en el desarrollo de los

ciclos económicos-financieros. Generalmente, con la evolución favorable de los negocios en el ciclo, las posiciones financieras para la inversión tienden a trascender de una de tipo conservadora hacia la de carácter permanentemente especulativo.

A partir de esta última posición, una empresa con problemas financieros continuos que deja de pagar el principal de la deuda o ni siquiera puede cubrir los intereses, pierde credibilidad y confianza ante los prestamistas. En este contexto se llega a una situación Ponzi, lo que significa la quiebra de la empresa. Lo anterior evidencia que la posición financiera de las grandes empresas opera en un contexto de fragilidad financiera sistémica determinada por las condiciones cambiantes en el curso del ciclo económico-financiero.

Observado desde esa perspectiva teórica, el caso de México, durante la fase de crisis en el ciclo económico-financiero registrada en 2008, las grandes empresas enfrentaron tensiones en sus posiciones financieras que las llevó a una creciente fragilidad. Sin embargo, en términos generales, la situación de estas empresas no desembocó en posiciones Ponzi, como predice esa teoría.

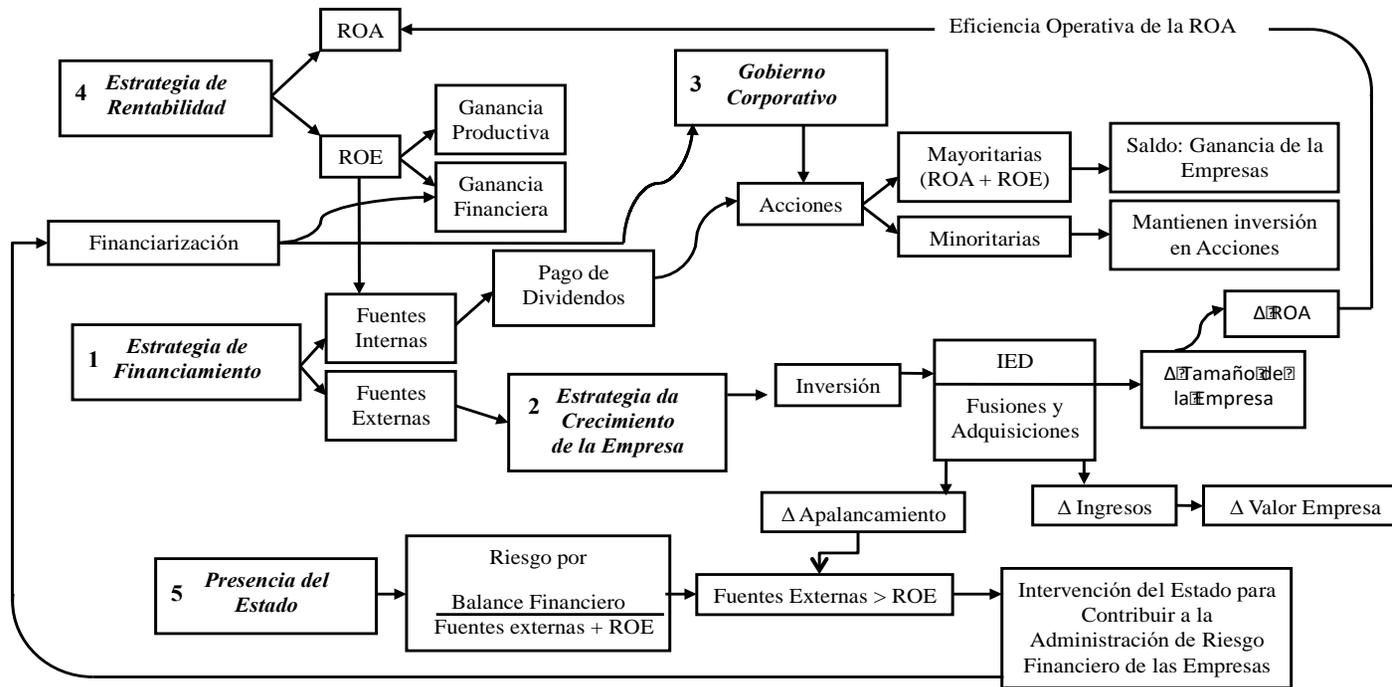
Adicionalmente, en la literatura de finanzas corporativas se indica que las fuentes de financiamiento de las empresas son internas y externas, proviniendo las primeras de los ingresos propios y las segundas de la deuda y emisión de acciones. En general, estudios como el de Singh y Hamid (1992), muestran que las fuentes externas son un componente importante en el financiamiento de las grandes empresas en los países en desarrollo. El crecimiento basado en deuda, y particularmente de corto plazo, es un rasgo característico de las GEM en México. En la década de los noventa, presentaron una tendencia en mayor proporción hacia la deuda que a la emisión de acciones, lo que se explica por el bajo desarrollo del mercado accionario. Este modo de crecimiento empresarial a través de la deuda es una tendencia desde los años ochenta. Asimismo, la deuda de las GEM representaba más del 75 por ciento de su financiamiento en esos años.

El principal cuestionamiento de esta investigación es dilucidar, según la propuesta teórica de Minsky, el porqué las GEM en México, con sus estrategias financieras desarrolladas,

tienden a la tipificación de las posiciones conservadoras, especulativas y Ponzi, y no obstante las crisis desde los años noventa, no ocurren las condiciones para que se cumpla concretamente con la hipótesis de fragilidad financiera que traza el autor.

La hipótesis que se ha formulado en esta investigación para explicar los hechos observados es la siguiente: En México, a partir de los años noventa, el modo de evolución de la estrategia financiera de las GEM presenta algunas regularidades con un componente dominante de posiciones financieras especulativas, lo cual está determinado por cinco factores, que a continuación presentamos:

Esquema
Factores Determinantes del Comportamiento Económico Financiero de las GEM



Fuente: Elaboración propia.

El primer factor, es el que corresponde a las modalidades de la estrategia de financiamiento que desarrollan estas GEM. En las mismas se combina regularmente el recurso de fuentes internas y externas como señala la literatura. Sin embargo, a diferencia de lo que se indica en la misma, estas empresas aplican los fondos internos al pago de dividendos mientras que los externos, principalmente la deuda de corto plazo, se utiliza para sostener el crecimiento de la empresa.

De esto se derivan los dos siguientes factores:

El segundo se refiere a que las GEM en sus estrategias de crecimiento utilizan deuda para financiar dicho crecimiento, aplicando una política de inversiones por lo que recurren a la compra de empresas mediante fusiones o las adquieren mediante vía IED principalmente para expandirse en el mercado externo. Esto se traduce en que estas empresas registran regularmente un importante apalancamiento financiero.

El tercer factor corresponde a un modo de gobierno corporativo (Jensen y Meckling 1976) que se deriva del mencionado uso de las fuentes internas para el pago de dividendos. Dado que en estas GEM el grupo control tiene el paquete mayoritario de acciones, retira las utilidades de la empresa. Mientras que los accionistas minoritarios cobran dividendos según el tipo de acciones que posean, pero en cambio tienen inversiones en una empresa crecientemente endeudada.

La articulación entre el segundo y el tercer factor está en la lógica del grupo control que se centra en presentar una empresa financieramente sana en expansión para mostrar que puede incrementar la capacidad productiva y las expectativas de rentabilidad para quienes inviertan en ella. Esta imagen trae consigo la credibilidad y aceptación de las instituciones facilitando el financiamiento. Sin embargo esto sugiere que la empresa esté generando valor y aumentando los beneficios de los accionistas, pero de manera diferenciada, o en un caso extremo que genere expectativas falsas respecto a la generación de valor y lograr acceso a deuda, lo cual conlleva un riesgo para la empresa en general y para los accionistas minoritarios en particular.

En México como en América Latina en general, el grupo control se halla en una familia según demuestran algunos estudios: Garrido (1988), Basave (1997), Hoshino (2006); y en los de La Porta *et. al.* (1999). Para veinte grandes empresas que cotizan en igual número de países en la bolsa, se demuestra que la forma predominante era la concentración de la propiedad en los accionistas mayoritarios, ya fuera el gobierno o las familias fundadoras, con excepción de Estados Unidos, Inglaterra y Japón.

El cuarto factor es el que se refiere a las estrategias de rentabilidad que siguen las GEM. Normalmente las ganancias de las corporaciones resultan de los beneficios obtenidos en sus principales líneas operativas. Sin embargo en el caso de las GEM mexicanas se registra regularmente que junto a las ganancias de operación tienen ingresos importantes por sus operaciones financieras. En consecuencia asumimos que hay un factor de financierización en la práctica de negocios de dichas GEM.

Finalmente, el quinto factor que se observa es la presencia activa del Estado para otorgar a estas GEM beneficios fiscales de diversas maneras, que operan como factores compensatorios ante situaciones de pérdida por el deterioro de los negocios o el incremento de la fragilidad financiera de una u otra GEM derivada de su grado de apalancamiento. Esto ha tenido importantes cambios a lo largo del tiempo (Garrido 2005), lo que significa que desde 2000 no se volviera a aplicar la política de rescate de empresas quebradas. Pero de ello no se deriva que el Estado hubiera abandonado aquellas prácticas, las que ahora se cumplen bajo otras modalidades.

En esta estrategia financiera de las GEM mexicanas los cinco factores actúan articuladamente: la combinación de fuentes internas y externas permite que el grupo control sostenga un nivel de ganancia continuo, este pago de dividendos a los accionistas es una medida que está generalizada en las GEM incluso en las coyunturas de crisis. Por un lado, emplear deuda para invertir, crecer y aumentar los ingresos de la empresa hace que el valor accionario sea incremental lo que motiva la permanencia de los accionistas minoritarios, que finalmente están invirtiendo en una empresa con una deuda muy alta. Por otra parte, el destino del financiamiento interno no se emplea para realizar nuevas inversiones, cubrir

capital o los intereses de la deuda. En las hojas de balance se observa que el monto de financiamiento interno coincide con el que se destina al pago de dividendos, por lo que suponemos que ello se realiza con los fondos internos.

Las GEM articulan las fuentes internas y externas en un modelo de gobierno corporativo que ha evolucionado hacia capacidades de gerencia profesional y cambio organizacional en relación con la creciente exposición de su propiedad a los mercados internacionales, lo que le ha permitido el crecimiento y el nivel de beneficios para el mencionado grupo control.

En esta lógica de financiamiento, el grupo accionista mayoritario de las GEM, en los primeros años de la década de los noventa -con la nueva organización económica producto de las reformas de finales de los ochenta- enfrentaron la competencia global, lo que las condujo a poner en práctica estrategias agresivas para continuar su senda de crecimiento y sostener su nivel de ingreso emprendiendo así negocios rentables. De esta forma, las GEM iniciaron un proceso de internacionalización productiva apoyado en la estrategia financiera en la que predomina la deuda como factor de crecimiento. El objetivo fue incrementar el tamaño de las empresas mediante la expansión en la economía internacional, tanto con el aumento de exportaciones como internacionalizando su producción a través de la adquisición de activos en el exterior, lo que derivó en que se convirtieran en multinacionales de tamaño medio con alcance regional en el continente americano¹, con algunos casos de manera global. En torno a esta característica general, las estrategias de crecimiento de las GEM fueron diversas atendiendo a la especificidad de las industrias, estructuras de mercado y estilo corporativo. En esta modalidad de crecer a través de fusiones y adquisiciones, una característica general es la estrategia financiera que requiere de un mayor apalancamiento basado en innovación de gestión financiera, siendo también un rasgo común el empleo de la deuda de corto plazo y la financiarización. El crecimiento de las GEM a través de fusiones y adquisiciones predominantemente en el mercado externo eleva el valor de las acciones y ganancias del grupo control, una empresa más grande tiene

¹ En la lógica de Dunning (1988, 1994) estas empresas buscaron con ello aprovechar de diversa manera sus ventajas OLI con el fin de enfrentar los nuevos desafíos de la competencia global (Garrido 1999).

mayor poder de negociación y gestión para obtener beneficios frente a otros actores, como es el Estado.

La rentabilidad de las GEM está en función del tipo de producto y de mercado en el que operan, también en las hojas de balance se observan ganancias financieras mayores al resultado operativo no sólo en las crisis sino a lo largo del periodo, por lo que la financiarización es una práctica común en este modo de gestión financiera de las GEM para incrementar sus utilidades. En general, el mercado bursátil está poco desarrollado en México, por lo que no es una opción de financiamiento importante para estas empresas. Sin embargo, los mercados financieros internacionales sí representan una alternativa de recursos para las GEM. En las hojas de balance se observa que se ha incrementado relativamente el uso de instrumentos financieros como los derivados a partir de 2004, el empleo de estos instrumentos financieros no está claramente documentado, en los estados financieros de las empresas, por ejemplo en los últimos años hay indicios de colocación de bonos en mercados bursátiles de otros países, los cuales no están registrados en las hojas de balance; por lo que suponemos que este proceso está haciendo a estas empresas más frágiles ante el estado de la economía mundial.

En este contexto hay que sumar el papel activo del Estado a través de elementos compensatorios para reducir la fragilidad financiera de las GEM, producto del gran apalancamiento financiero que tienen por el proceso de internacionalización que emprendieron en los años noventa y que las ha hecho más vulnerables. Estos factores compensatorios son los apoyos estatales que están dados a través de diferentes mecanismos fiscales que conforman el sistema de financiamiento en la economía, como subsidios, reducción de impuestos y créditos diferidos con lo que se limita la fragilidad de las GEM producto de la estrategia financiera. Es así como las GEM van configurando su estrategia de gestión financiera a partir de sus capacidades gerenciales para obtener los diversos beneficios fiscales que en coyunturas de crisis actúan para respaldarlas evitando una crisis sistémica.

De esta forma se articula una lógica de gobierno corporativo y otra de financiarización para configurar un modo de gestión financiera de las GEM generalizada y diversificada de acuerdo a su experiencia. Estos cinco factores llevan a comprobar la hipótesis de que la estrategia de gestión financiera de las GEM es altamente especulativa asociada a un modelo de gobierno corporativo con el respaldo estatal, por lo que prevalece una fragilidad financiera potencial por endeudamiento, que en las crisis como la que inició en 2008, no desembocó en una situación Ponzi sistémica debido en gran medida a la experiencia adquirida en el manejo de la gestión financiera de las empresas y por otra en menor medida a la intervención del Estado a través de los mecanismos compensatorios.

En este modo de gobierno corporativo se configura una fragilidad financiera potencial en la que las GEM actúan con un riesgo moral en virtud de que serán rescatadas. Esta alianza entre el Estado y las GEM en México es un tema estudiado ampliamente por varios autores, entre ellos encontramos los trabajos pioneros de Quijano (1985), Garrido (1988) y Basave (1997). Esta intervención tiene una lógica diferente a la que se presentó en los ochenta cuando estas empresas fueron rescatadas o adquiridas por el Estado a través de políticas de rescate financiero de las empresas a través de programas como el Fideicomiso para la Cobertura del Riesgo Cambiario (Ficorca), que les permitió a las empresas cambiar su deuda en dólares a pesos en 1983. Actualmente, el apoyo gubernamental no está explícitamente en una política pública pero si es mediante un conjunto de mecanismos discrecionales, a los que tienen acceso aquellas empresas con ciertas capacidades y habilidades adquiridas para negociar con el Estado, por ejemplo desde el año 2010 el gobierno emprendió un programa para impulsar la construcción de infraestructura para generar energía verde, las empresas que participaron fueron beneficiadas.

En este trabajo se presentará la estrategia financiera de este modo de gobierno corporativo y de financiarización de las GEM mediante el análisis de una muestra de empresas en la que hay dos grupos: las que confirman la hipótesis de Minsky, y las que no llegan a ser Ponzi por la estrategia de gestión financiera y el modo de gobierno corporativo que depende de la articulación de los cinco factores presentados. En este segundo grupo se centra el objeto de estudio de este trabajo.

La investigación se divide en tres capítulos:

En el primer capítulo de este trabajo se presentan aspectos conceptuales de las posiciones financieras de Minsky y del gobierno corporativo, como base para abordar el estudio del financiamiento de las GEM durante el periodo de 1990 a 2010. Se presenta la explicación de los ciclos económicos financieros y las posiciones financieras de las empresas desde la perspectiva de Minsky complementado con el enfoque del gobierno corporativo que nos brinda explicaciones sobre el comportamiento de las empresas a partir de la separación de la propiedad y el control.

El segundo capítulo es una revisión del crecimiento y financiamiento empresarial en países en desarrollo. Se realiza un análisis sobre tamaño, crecimiento, financiamiento y estructura de capital a partir de la metodología de Singh y Hamid (1992), para aplicarla a una muestra de cuarenta GEM. Para la realización de este ejercicio se utilizaron técnicas estadísticas y financieras para el caso de México. La información se obtuvo de las hojas de balance de las empresas publicadas en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV). La finalidad de este capítulo es demostrar que el financiamiento de las GEM en México tiene un comportamiento similar al de los países en desarrollo, lo que en la literatura se conoce como los *hechos estilizados del financiamiento*, que para el caso implica la mayor utilización de fuentes externas a partir de la década de los ochenta con una tendencia en crecimiento por la deuda de corto plazo.

Esta metodología tiene limitaciones para explicar la composición del financiamiento de las GEM, por lo que se propuso que el tercer capítulo incorporara un análisis sobre la estructura de deuda por el origen y destino del financiamiento (nacional y extranjero). La finalidad de añadir el elemento de deuda por origen y destino fue indagar con mayor detalle sobre la estrategia de gestión financiera que delinea un modelo de gobierno corporativo de las GEM particular.

Este tercer capítulo tiene como objetivo comprobar que el modo de evolución de la estrategia financiera de las GEM en México presenta algunas regularidades con un

componente dominante de posiciones financieras especulativas, el cual no deriva en una situación Ponzi producto del modelo de gobierno corporativo y de financiarización que han configurado las GEM desde la década de los noventa. Así se comprueba la existencia de los ciclos económicos financieros de Minsky que se reflejan en el comportamiento altamente especulativo del financiamiento y de las posiciones (conservadoras, especulativas y Ponzi) de las GEM, pero que no llegan a la crisis sistémica. Con el objeto de describir este modelo corporativo y la estrategia financiera de las GEM se consideró pertinente complementar el análisis cuantitativo con técnicas cualitativas para profundizar en el análisis del financiamiento de las empresas a partir de una muestra de veintisiete GEM y de doce estudios de caso por sector económico a partir de los resultados obtenidos, particularmente para ubicar a las empresas en sus posiciones financieras.

Este capítulo se presenta en ocho secciones. La primera se refiere a la literatura empírica sobre el análisis de las hojas de balance desde la perspectiva de Minsky para determinar su posición financiera; la segunda expone la metodología que se utilizará para analizar una muestra de veintisiete GEM; en la tercera se estima la participación de la muestra en el PIB manufacturero y la inversión neta. Para demostrar que las GEM emprendieron una estrategia de crecimiento en la cuarta sección se calcula el crecimiento empresarial mediante activos e ingresos nacionales y extranjeros, y el proceso de internacionalización de las GEM; en la quinta se expone la estructura de deuda, en la sexta se presenta el modo de gobierno corporativo de las GEM; en la séptima se analiza la estrategia de rentabilidad y se explora el origen y destino del financiamiento para determinar el flujo de efectivo. Finalmente se presentan doce estudios de caso de las posiciones financieras de las GEM.

Por los resultados obtenidos es evidente que las GEM en general enfrentan problemas financieros y llegan a posiciones de fragilidad potencial. La generalidad que se presenta en las GEM es que son altamente especulativas, pero en las coyunturas de crisis como la que inició en 2008 no llegan a un colapso debido a que han desarrollado un modelo de gestión financiera basado en el gobierno corporativo en el que actúan los cinco factores mencionados. En esos momentos, el Estado actúa para evitar la crisis sistémica a través de los elementos compensatorios de carácter fiscal.

Por último, se presentan las conclusiones de este trabajo en las que se hace énfasis en el modo de estrategia financiera de las GEM, el cual está basado en un modelo de gobierno corporativo donde se articulan las fuentes de financiamiento externas e internas para crecer y continuar con los beneficios al grupo control. La presencia de la financiarización como una práctica común y la intervención del Estado para evitar que la fragilidad potencial de estas empresas derive en un colapso del sistema de financiamiento.

El escenario que se vislumbra para las GEM en los próximos años no es alentador, dado que son empresas que operan en mercados tradicionales y enfrentan la competencia global altamente endeudadas y en una situación de bajo crecimiento de la economía mundial. Su actuación se da bajo el riesgo moral de ser respaldadas por el Estado, por lo que su desafío se haya en implantar estrategias de crecimiento empresarial basadas en innovación de su línea de productos.

CAPÍTULO I

FINANCIAMIENTO Y GRANDES EMPRESAS MANUFACTURERAS A PARTIR DE LA DÉCADA DE LOS NOVENTA

INTRODUCCIÓN

El objetivo de este capítulo es presentar algunos de los aspectos teóricos para abordar el estudio de la estrategia de gestión financiera de las grandes empresas manufactureras (GEM), particularmente aquellas de capital mayoritariamente mexicano, en un contexto de economía abierta, en México de 1990 a 2010.

Este análisis se enmarca en los cambios que han acontecido en el sistema financiero en México, que se orientaron hacia una progresiva liberalización de las normas y prácticas basadas en políticas fiscales y monetarias restrictivas implementadas desde la década de los ochenta². El bajo crecimiento económico promedio registrado en el periodo analizado, sugiere que la economía está en una situación de semi estancamiento, particularmente en los sectores que atendieron al mercado interno, que ha sido el escenario principal en el que operan las GEM a lo largo de los casi veinte años del periodo analizado.

Después de la crisis de 1995, las empresas enfrentaron en general una disminución del crédito interno por las políticas monetaria y financiera restrictivas. Debido a la segmentación por tamaño y capacidades de las empresas se determinó su acceso diferenciado al financiamiento. En el contexto del financiamiento de las GEM ha sido relevante el tema de los ciclos económicos financieros. La importancia teórica de los ciclos ha sido tratada por varios autores, particularmente a mediados del siglo XX, influidos por la

² Tanto la literatura sobre el tema de la liberalización financiera como la evidencia empírica mostraron los efectos negativos de esa política para el crecimiento económico.

obra de Keynes ([1936] 1992) y Kalecki (1956). Minsky (1987) se ha valido de ellos para explicar la posición financiera de las empresas, identificando las categorías *conservadoras*, *especulativas* y *Ponzi*, aplicando su análisis a una economía cerrada. Investigaciones actuales se han conducido por esa línea para analizar la estructura financiera de las empresas contemporáneas (Shapiro 1988). Se han desarrollado trabajos en los que se extrapolan las posiciones financieras Minsky para estudiar la deuda de los países en economías emergentes, como son los trabajos de Fazzari *et al.* (1988), Kregel (1998), Schroeder (2002) y, Arestis y Glickman (2002) que utilizan los balances contables de Minsky al endeudamiento de los países.

Para este estudio fue importante rescatar la perspectiva de los ciclos económicos financieros para explicar el comportamiento de la economía mexicana en el periodo estudiado. Se destacan los ciclos de corto plazo, en los que se registran breves expansiones y crisis, como en 1995, 2001 y la de 2008. Ante la estrecha articulación de la economía real y financiera, la demanda de financiamiento de las GEM, así como su estructura de capital y obligaciones van a depender de las expectativas de ganancias futuras, de la certidumbre y de la situación del mercado financiero.

Para cumplir el objetivo de este capítulo se presentan cinco apartados: en el primero se da cuenta de los supuestos de la liberalización financiera, que son el marco en el cual se desarrolla el modo de evolución de la estrategia financiera de las GEM; el segundo aborda la dinámica y elementos de los ciclos económicos financieros y el financiamiento desde la perspectiva poskeynesiana; el tercero, la relación entre el financiamiento y las posiciones financieras de las empresas. En el cuarto se incorpora el gobierno corporativo que contribuye a explicar la estrategia de gestión financiera y el modo de gobierno de las GEM. Finalmente en el quinto apartado se presentan las fuentes de financiamiento de las grandes empresas.

Los elementos teórico analíticos en conjunto permitirán explicar por qué la tipificación de las posiciones financieras de las empresas y su tendencia hacia la fragilidad financiera y la crisis sistémica, que Minsky propuso, para las GEM en México se no concreta como lo

plantea este autor, con la finalidad de dar respuesta a la hipótesis que guía este trabajo en el cual sostenemos que en México a partir de los años noventa el modo de evolución de la estrategia financiera de las GEM presenta algunas regularidades con un componente dominante de posiciones financieras especulativas lo que está determinado por cinco factores: el primero son las modalidades de estrategia de financiamiento que desarrollan las GEM, el segundo cómo estas empresas utilizan deuda en sus estrategias de crecimiento, el tercero es el modo de gobierno corporativo de las GEM, el cuarto es la estrategia de rentabilidad, y finalmente el quinto, que es la presencia activa del Estado para el rescate de las GEM.

A continuación se presentan algunos supuestos de la liberalización financiera que consideramos necesario rescatar ya que fijaron los lineamientos en materia crediticia en países en desarrollo y configuraron el contexto bajo el cual las GEM transitaron a partir de la década de los noventa.

1.1 ALGUNOS SUPUESTOS SOBRE LA PERSPECTIVA TEÓRICA DE LA LIBERALIZACIÓN FINANCIERA

De una revisión de la literatura se obtiene que las teorías que sustentaron las políticas de liberalización financiera tuvieron sus orígenes en la década de los setenta con el modelo de McKinnon (1973) y Shaw (1973), que finalmente propusieron la liberalización del mercado de capitales como condición para lograr un crecimiento económico. Analíticamente McKinnon sostenía que en la mayoría de los países en desarrollo existían problemas de *fragmentación*³ y de *represión financiera*, aunado a un sobreendeudamiento (McKinnon 1983 y 1993: 11), lo que inducía a una asignación ineficiente de los recursos financieros por la banca perpetuando las condiciones de atraso económico.

³ Así una economía fragmentada es aquella que presenta imperfecciones en el mercado de capitales conduciendo a la ineficiencia de éste por los diferenciales en los precios, altos niveles de riesgo y regulación (McKinnon 1983: 1-25 y 68-69). Algunas características de las economías fragmentadas son las siguientes: los mercados de capitales se desarrollan en competencia imperfecta, información asimétrica, los agentes aceptan diferentes precios en las tasas de interés y servicios financieros, todos los agentes económicos se confinan al autofinanciamiento, el tamaño reducido de los agentes implica la indivisibilidad en la inversión, y el gobierno no participa directamente en la acumulación de capital a través del proceso de capital.

La *represión financiera* según McKinnon (1993), se presenta cuando prevalecen bajas tasas de interés real que generan bajos niveles de ahorro y de la inversión. Lo que resulta en la baja eficiencia de los proyectos y las tasas de retorno de inversión, las cuales se colocarán por debajo de la tasa de equilibrio. Acorde con esta teoría, las oportunidades de inversión son amplias, pero en un ambiente de represión financiera la clave para elevar la eficiencia de la tasa de retorno del ahorro es aumentar la tasa de interés. Desde este enfoque, el ahorro determina la inversión y esto se resuelve en el mercado financiero, enfatizando que las tasas de interés subsidiadas no aumentan el ahorro y la inversión, porque lo que ocasionan es atraer proyectos y deudores con pocas o nulas posibilidades de cubrir los préstamos.

El mecanismo para disminuir la represión financiera es profundizar la liberalización que implica la apertura de la cuenta de capitales (McKinnon 1993, 1998, McKinnon y Pill 1998), para dar “equidad de acceso a todos los agentes económicos a los servicios financieros”. La liberalización del mercado de capitales y la cuenta de capitales es un aspecto fundamental de esta propuesta para corregir las imperfecciones del mercado, como la información asimétrica, vía la competencia y con ello tener efectos positivos en el crecimiento económico.

Adicionalmente, un escenario de mayor complejidad en las relaciones internacionales por el incremento del intercambio comercial y financiero en una economía globalizada, condujo necesariamente a incrementar la incertidumbre y el riesgo (Harris 1998: 2). Esta corriente suponía que a partir de la liberalización financiera las economías en desarrollo eliminarían la fragmentación económica posibilitando el inicio de un crecimiento económico eficiente. En varias economías en desarrollo se implantó este modelo de tipo neoclásico, que es un modelo de fondos prestables donde la tasa de interés se determina en el mercado, equilibrando los flujos de ahorro e inversión. Estas tasas de interés altas promoverían un ciclo sostenible de ahorro e inversión lo cual originaría que el financiamiento se dirigiera hacia los proyectos de alta rentabilidad incrementando la eficiencia productiva (Danby 2002: 82). En esta lógica, una tasa de interés alta elimina aquellos proyectos que no son rentables y abate a los deudores que no aseguren un margen de ganancia redituable.

En este enfoque se refiere al *síndrome de sobreendeudamiento*, cuando una economía se encuentra con un alto nivel de endeudamiento derivado de las distorsiones de los precios financieros⁴ (tipos de cambio, tasas de interés, controles de cambio, supresión de los mercados de capital privado, impuestos a transacciones, entre otros) (McKinnon y Pill 1998).

El proceso de liberalización financiera en los países en desarrollo ha seguido diferentes estrategias en México y el resto de América Latina, después de la reestructuración de deuda externa de finales de los ochenta⁵, producto de las reformas impulsadas en el ámbito internacional por la llamada *contra revolución conservadora* de Ronald Reagan y Margaret Thatcher, apegadas al denominado Consenso de Washington⁶.

En México, primero se liberalizó el sector financiero interno y después la cuenta de capitales (Arestis y Basu 2003, Arestis 2004: 3). En el ámbito financiero, la liberalización implicó instrumentar políticas contraccionistas para sostener la propia dinámica de la liberalización y de la economía en general que se reestructuró siguiendo los lineamientos del Consenso.

Paradójicamente en algunas economías donde se instrumentó el modelo de McKinnon y Shaw, se dio por una parte la disminución del crédito interno, y por otra se permitió que las fuentes de financiamiento se ampliaran debido a la posibilidad de acceder a recursos fuera del país⁷. En el caso que nos ocupa esta situación favoreció a algunas empresas -generalmente más grandes- mediante la obtención de créditos externos con tasas de interés más bajas que la

⁴ En la economía mexicana, a finales de los ochenta, se daba este *sobreendeudamiento*, pero sólo para el sector público y no en el privado.

⁵ En la década de los ochenta se implantaron políticas de estabilización de choque para corregir las variaciones en los precios relativos; los desequilibrios externos y fiscales; y la preferencia extrema de los agentes económicos por la flexibilidad dada la alta incertidumbre en un contexto de permanente inflación. Dichas políticas significaron reformas de carácter estructural que modificaron las condiciones de competencia para conformar una economía abierta y desregulada, manteniendo las condiciones de concentración oligopólica Kosakoff (1999) y Garrido (2001).

⁶ Para mayor detalle sobre el Consenso de Washington véase Williamson (1990, 1993 y 2003).

⁷ En Corea se dio en la década de los sesenta.

interna⁸, ya que con la liberalización financiera aumentó la tasa de interés interna tal como lo plantea el modelo. En este contexto financiero es en el que operan las GEM a partir de los noventa.

Se considera para este estudio la nueva organización económica derivada de las reformas estructurales de finales de los ochentas que condujeron a una mayor liberalización de las transacciones financieras internacionales y favorecieron la presencia de la inversión extranjera en el sector financiero, específicamente en el sector bancario y su asociación con las innovaciones, como es el caso de la utilización de ADR's y contratos de derivados para cobertura cambiaria por parte de las GEM desde mediados de 2000, lo que provocaría el aumento de los riesgos en el sistema financiero en general, específicamente en el sistema de financiamiento de las grandes empresas, con el incremento de la dependencia de los países en desarrollo respecto de los desarrollados, lo que ha vuelto obsoletos algunos de los supuestos de los paradigmas teóricos en que se apoyaban los esquemas tradicionales de la política monetaria⁹, como lo argumenta Mántey (2003).

En esta investigación se propone analizar la estructura del financiamiento de las GEM a través del periodo propuesto, para explicar la evidencia empírica de las posiciones financieras de estas empresas en los ciclos económicos que generan una condición de fragilidad financiera de carácter sistémico. A diferencia del modelo de competencia perfecta que supone que hay un equilibrio atemporal, las teorías heterodoxas y la evidencia histórica comprueban que el sistema financiero es inestable con fluctuaciones constantes, por lo que se recurre a los ciclos económicos financieros en los que se plantea que el sistema financiero transita por diferentes etapas en el entorno de una tendencia más larga.

⁸ La tasa Libor que es un referente en los créditos externos, a la fecha lleva más de tres décadas en niveles menores que la tasa de interés de Cetes y la tasa interbancaria en México.

⁹ La *desregularización financiera* se refiere más a las modificaciones de los mercados financieros de cada país, es decir, los cambios en la política monetaria, particularmente de los supuestos en los que se basa la política monetaria. En el caso de México se inició en 1978 con la primera emisión de los Cetes y su propósito era desarrollar un mercado profundo y líquido de valores gubernamentales para sustituir los controles cuantitativos a la expansión del crédito por mecanismos de mercado, por esta vía se pensaba que la conducción de la política monetaria se adaptaría más fácilmente a la variabilidad que mostraban las tasa de interés internacionales tras la ruptura de los acuerdos de Bretton Woods (Mántey 2003).

1.2 CICLOS ECONÓMICOS FINANCIEROS Y FINANCIAMIENTO

En este apartado se presentan algunos elementos teóricos para la construcción de los ciclos económicos financieros propuestos para analizar el comportamiento del financiamiento de las GEM. Estos ciclos enmarcan las decisiones de financiamiento e inversión de estas empresas, lo cual lleva a identificar etapas de breve expansión y crisis que conforman ciclos cortos en el periodo de 1990 a 2010, mismos que modificaron la estructura de obligaciones de las GEM.

La principal característica inherente de las economías monetarias es su capacidad expansiva con fluctuaciones cíclicas y constantes¹⁰, como sostiene Kalecki (1956). Algunos estudios demuestran empíricamente la dinámica de los ciclos en la actividad económica (producto, inversión, empleo, renta)¹¹; otros ponen énfasis en lo monetario y financiero siguiendo la línea de Minsky (precios, tipos de interés, endeudamiento, activos financieros)¹². Lo anterior remite a la consideración de la estrecha relación de la economía real y la financiera.

Se retoma, asimismo, el enfoque de Minsky¹³ (1987) para el análisis de las posiciones financieras de las empresas enmarcadas en los ciclos económicos financieros. En las décadas de los ochenta y noventa los autores poskeynesianos introducen con mayor énfasis las variables monetarias en los modelos de distribución y crecimiento¹⁴. Lavoie (1995), retoma también las variables de deuda y sus intereses en un modelo kaleckiano conocido como *Minsky-Steindl*; posteriormente en un estudio más reciente en la primera década de este siglo, Hein incorpora a este modelo el efecto potencial de las variaciones de la tasa de interés en la distribución entre salarios y utilidades (Hein 2004: 1-16).

¹⁰ El carácter recurrente y endógeno de los ciclos son propios de la teoría marxista y Keynes (1992) aporta los elementos de una teoría de los ciclos. En los trabajos de Kalecki (1956) se destaca la importancia de la interacción entre inversión, demanda, distribución y oscilaciones de la producción y el empleo.

¹¹ Avella y Ferguson han realizado estudios con evidencia empírica reciente (Avella y Ferguson 2003: 18).

¹² En este caso encontramos los estudios de Lavoie (1995), González-Calvet (1995: 267-268, 1999: 142-147), Hein (2004).

¹³ El impacto de las variables monetarias ha sido retomado por los poskeynesianos siguiendo la línea de Keynes, y de allí hay dos posturas: la de Kaldor y Robinson, la tradición de Kalecki, Steindl y Minsky.

¹⁴ Lavoie (1999), Rochon (1999), Epstein (1992) y Hein y Ochsén (2003).

Lavoie y Hein reconocen que la estructura de obligaciones de las empresas está en función del presente y de sus expectativas futuras¹⁵. En el corto plazo los ciclos son de corta duración inmersos en una onda más larga, y la evidencia empírica de sus trabajos ofrece resultados en este sentido¹⁶. Hay que enfatizar que en el modelo *Minsky-Steindl* de Lavoie se demuestra la presencia de dichos ciclos y el hecho de que altas tasas de interés se asocian a niveles de acumulación bajos. En este sentido Minsky considera que existen diferentes etapas que van formando un ciclo económico financiero porque existe una relación entre inversión, financiamiento e incertidumbre, este conjunto de variables va transitando y produciendo cambios endógenos en la economía, por lo que el equilibrio en Keynes es transitorio, en cada estado o etapa (auge, crisis, deflación de deuda, estancamiento o expansión) es momentáneo. Keynes enfatiza que en cada equilibrio -de periodo corto- hay procesos en acción que “desequilibrarán” el sistema (Minsky 1987: 71).

Es importante señalar que dentro de esta teoría de los ciclos se esquematizan unos de corta duración¹⁷, lo cual es utilizada por varios autores poskeynesianos para explicar la dinámica del financiamiento en una economía monetaria. Para enfatizar esta dinámica cíclica, Schumpeter ([1942] 1992), siguiendo estos ciclos de corta duración ofreció una clasificación de las inversiones a corto, mediano y largo plazos, atribuido al hecho de que la economía es dinámica por la presencia de los ciclos en el capitalismo, en ello coincidió Lavoie (2000a y 2000b). Es así que las empresas diseñan su esquema de financiamiento utilizando diferentes fuentes e instrumentos para apalancarse en las diferentes etapas de los ciclos.

¹⁵ Moore coincide con el modelo de *Minsky-Steindl*, en el sentido de los ciclos de corto plazo inmersos en una onda más larga (Moore, 2002: 9).

¹⁶ Se considera que los primeros hallazgos empíricos sobre el ciclo de negocios son de Juglar en 1860, y en las primeras décadas del siglo XX se tipificaron otras clases de ciclo tratando de explicarlos por causas monetarias, en esta línea destacan los trabajos de Kitchin, Kondratieff y Schumpeter. Este último los perfeccionó y clasificó de la siguiente manera: corto de 40 meses o de Kitchin, medio de 6 a 10 años o de Juglar, y largo de 54 a 60 años o de Kondratieff. Existe suficiente literatura teórica y empírica,¹⁶ en particular estadísticamente se demuestra la existencia de ciclos cortos en una tendencia de largo plazo (González-Calvet 1999: 137-139).

¹⁷ Joseph Kitchin fue el primero en hablar de ciclos cortos, que van de 18 a 40 meses de duración, y es Schumpeter quien les denomina por primera vez como ciclos Kitchin. Otro tipo de ciclos largos u ondas largas son de 40 a 60 años de duración, también llamados ciclos de Kondratieff.

Un aspecto en el desarrollo del estudio de los ciclos es que existe consenso en cuanto a su carácter endógeno porque se supone que el sistema económico y financiero funciona como un circuito¹⁸. González-Calvet sostiene que los primeros trabajos¹⁹, se centraron en explicar y relacionar los comportamientos de las variables de la demanda agregada. Posteriormente se incorporaron las variables financieras y en particular los relacionados con las empresas, como serían los recientes análisis de las hojas de balance aplicados a las economías en desarrollo.

1.2.1 DINÁMICA Y ELEMENTOS DE LOS CICLOS ECONÓMICOS FINANCIEROS

Los ciclos económicos financieros son estados transitorios en una economía en constante desequilibrio que operan entre la esfera de la producción y la financiera: auge, crisis, deflación, estancamiento, expansión y recuperación. Cada uno de estos se vincula a un estado anterior y posterior determinados por el comportamiento y la manera en que se relacionan la inversión, el financiamiento y la incertidumbre²⁰.

Para explicar la dinámica de los ciclos económicos financieros se revisarán algunas consideraciones teóricas relevantes de la corriente poskeynesiana:

a) Endogeneidad del ciclo e inversión. La naturaleza endógena del ciclo deviene del análisis de Keynes²¹ que refiere las oscilaciones permanentes en el comportamiento de las economías monetarias. En el *Tratado sobre el Dinero* ([1930] 1996) el autor expresa una

¹⁸ La corriente poskeynesiana sostiene la hipótesis del dinero endógeno como conceptualización del circuito, entre los autores más representativos está Parguez (1975).

¹⁹ Goodwin (1967), Kaldor (1940), Kalecki (1971), Jarsulic (1989), Velaupillai (1990), Lorenz (1993) entre otros; posteriormente, los autores que explican los de tipo financiero y estratégicos de las empresas son: Minsky (1975), Kindleberger (1978), Davidson (1978), Dimsky y Pollin (1994), Semmler (1994), Lavoie (1992), Wray (1990), Deplace y Nell (1996), tal como lo señalan, entre otros en De Juan y Gonzalez-Clavet (2003: 25-27) y De Juan (2000).

²⁰ Estos factores son endógenos al sistema económico, lo cual difiere de la teoría del equilibrio perfecto, donde no existen hechos que puedan variar la confianza que modifica la cartera de las empresas y los criterios de las instituciones respecto del rendimiento futuro de los bienes de capital (Minsky 1987).

²¹ En la teoría marxista se presentan los mecanismos del ciclo económico. El carácter recurrente y endógeno de los ciclos son propios de la teoría marxista y con Keynes aparecen los elementos de una teoría de los ciclos, en los trabajos de Kalecki es clara la relación entre inversión, demanda, y distribución, así como sus fluctuaciones.

preocupación por el ciclo del crédito y enfatiza que se inicia con un acontecimiento no monetario que estimula la inversión y el aumento de la tasa natural de interés. El sistema bancario proporcionará crédito a las empresas para financiar los proyectos de inversión y con esto aumentará el nivel de empleo, también se incrementará la liquidez en la economía y se ampliará la demanda agregada y el producto. La crisis se origina por el alza de la tasa de interés de mercado bajo la presión de una alta demanda de dinero con fines comerciales y también especulativos. Posteriormente en la *Teoría General* ([1936] 1992) enfatiza que la baja eficiencia marginal del capital es la causa de la crisis²². De esta manera, los aspectos monetarios y financieros pasan a un plano relevante dentro de la explicación del ciclo en el pensamiento de Keynes, como también se señala en Harcourt y Riach (1997), y Harcourt (2004).

Profundizando en esto, Mántey (2000), señala que Minsky no modifica el argumento de Keynes, en el sentido de que la inversión depende de la diferencia entre la eficacia marginal del capital y la tasa de interés, sino que vincula ambas variables por medio de la diferencia entre la valuación de las empresas en el mercado financiero y el precio de oferta de los bienes de capital. Con base en la teoría keynesiana de la preferencia por la liquidez, Minsky supone que la valuación de los activos de capital dependerá directamente de la oferta monetaria porque ésta influye en la tasa de interés. Si esta valoración excede al precio de oferta de los bienes de capital (al precio que demanda el productor para seguir en el ramo) se dará una inversión nueva.

En este sentido, la inversión neta de las empresas se financiará en parte con fondos internos y el resto con fondos externos. Los fondos internos (utilidades retenidas después de

²² A este respecto Keynes señala lo siguiente: “A mi modo de ver, lo mejor es considerar que el ciclo económico se debe a un cambio cíclico en la eficiencia marginal del capital, aunque complicado y frecuentemente agravado por cambios asociados en las otras variables importantes de periodo breve del sistema económico... Por movimiento *cíclico* queremos decir que, al progresar el sistema, por ejemplo, en dirección ascendente, las fuerzas que lo empujan hacia arriba al principio toman impulso y producen efectos acumulativos unas sobre otras, pero pierden gradualmente su potencia hasta que, en cierto momento, tienden a ser reemplazadas por las operantes en sentido opuesto; las cuales, a su vez, toman impulso por cierto tiempo y se fortalecen mutuamente hasta que ellas también, habiendo alcanzado su desarrollo máximo, decaen y dejan sitio a sus contrarias... Otra característica del llamado ciclo económico, a saber, el fenómeno de la crisis –el hecho de la sustitución de un impulso descendente por otro ascendente ocurre con frecuencia de modo repentino y violento, mientras que, por regla general, no existe un punto de inflexión tan cortante cuando el movimiento ascendente es substituido por la tendencia a bajar” (Keynes 1992: 279-280).

impuestos) no tienen -necesariamente- una relación proporcional a la inversión planeada, por lo que si ésta aumenta, es probable que la empresa aumente su financiamiento externo (deuda). Esta creciente demanda de financiamiento para la inversión puede modificar los términos en que éste se conceda y a la larga puede frenar el impulso de la acumulación de capital si se eleva la tasa de interés, esta reacción del mercado marcará la diferencia entre la inversión *ex ante* y la inversión *ex post*.

Cuando la inversión se financia mediante deuda de un plazo más corto que la vida probable de los activos, la necesidad de efectivo puede pasar el nivel previsto lo que obliga -en algún momento- a refinanciar las deudas. Si este refinanciamiento no es posible en el periodo requerido la empresa se verá obligada a vender algunos activos para cumplir con los compromisos contraídos. A medida que el apalancamiento se eleva los agentes económicos tienden a valorar más los activos financieros que poseen mayor liquidez.

La forma en que se valúan los activos de capital a lo largo del ciclo varía por lo que la ponderación asignada a las posibles ganancias o pérdidas de capital aumentan en la medida en que la prosperidad mejora (y el apalancamiento de la inversión se eleva), los precios de estos activos en el mercado financiero pueden influenciarse más por factores especulativos -como la amplitud, la profundidad y la estabilidad de su mercado que les confiere liquidez- que por su productividad. Así, el precio de los activos de capital en el mercado financiero depende de la estructura de deudas acumuladas, lo que acentúa el carácter cíclico de la inversión.

Minsky enriqueció la teoría de Keynes, señala Mántey, no sólo al considerar los efectos de la acumulación de deudas en las nuevas decisiones de inversión, sino también al incorporar la evolución de las instituciones financieras a lo largo del ciclo económico. Así, en un período de auge tiende a modificar las actitudes respecto al riesgo y a mejorar las expectativas sobre los flujos de efectivo de las empresas. Los bancos perciben oportunidades lucrativas y expanden el crédito, que aunado a las expectativas favorables se posibilita el incremento de los precios de los activos de capital existentes. Este aumento del

valor de mercado estimula a las empresas a invertir elevando sus pasivos y manteniendo estable la relación de deuda a patrimonio.

En esta situación, la mayor oferta de créditos tiende a generar un aumento de su demanda, paralelo a esto se da una valuación más alta del capital patrimonial que provoca a los banqueros a sostener por un tiempo los términos de concesión de los préstamos para la nueva inversión. Cuando los banqueros se ven limitados a aumentar el financiamiento por restricciones en la base monetaria se abocan a realizar innovaciones que elevan el multiplicador del crédito como señala Mántey (2000). También, con el aumento en las tasas de interés se amplían los incentivos para encontrar nuevas vías que permitan financiar nuevas operaciones. No es realista suponer que con variaciones en las tasas de interés las instituciones financieras no modifiquen su funcionamiento (Quijano 1982: 339), con lo que la oferta monetaria se torna perfectamente elástica a la tasa de interés. Incorporando a la teoría de Keynes estos dos desarrollos que se producen durante la prosperidad, Minsky explica el paso natural de la tranquilidad a la inestabilidad financiera (Mántey 2000).

Es un hecho que el mayor apalancamiento aumenta la probabilidad de recurrir a la venta de activos para cumplir con los compromisos contraídos, al tiempo que la valorización de éstos se aleja gradualmente de los fundamentos reales y se vuelve más susceptible a la especulación. En este entorno, explica Mántey, el endurecimiento de la política monetaria o cualquier otro fenómeno que produzca un cambio en la venta forzada de activos incrementará la preferencia por títulos con mercados preferentemente protegidos, como los valores gubernamentales, por lo que los títulos de las empresas se colocarán en desventaja y sus precios relativos tenderán a disminuir. Una vez iniciado el proceso de deflación de títulos privados, la economía se dirigirá a una crisis de liquidez y solvencia.

Mántey señala que en el trabajo de Minsky, en el período de la posguerra, los procesos de deflación de títulos fueron contenidos gracias a la intervención del Estado, el gasto público deficitario estabilizó las utilidades de las empresas en varios países (por el decremento de la

inversión privada)²³, lo que deja ver que la acción del Estado ha modificado en el largo plazo una sucesión de ciclos inconclusos, porque las tendencias naturales a la inestabilidad se han compensado mediante cambios institucionales y la voluntad política de los gobiernos, cada ciclo ha sido diferente. A pesar de que la política económica ha evitado los pánicos financieros -la manera como se instrumentó en opinión de Minsky- como señala Mántey, generó la estanflación²⁴.

De lo anterior se destaca que para determinar la inversión en el corto plazo, Keynes considera las expectativas, la incertidumbre y los aspectos monetarios y financieros. Hace énfasis en el periodo de auge, en el cual debe disminuirse la tasa de interés y propiciar el ciclo económico ascendente y evitar las depresiones, lo que conduce a un cuasi-auge continuo (Keynes 1992: 286). Este planteamiento (de tasas de interés bajas para lograr el crecimiento) es sostenido por los poskeynesianos como una medida para reactivar la demanda agregada. La existencia de los ciclos económicos financieros es un elemento dinámico presente en el pensamiento keynesiano y poskeynesiano.

En este orden, para que exista un ciclo algunos trabajos recientes²⁵ señalan que debe cumplirse con tres elementos (González-Calvet 1999):

- Inestabilidad, derivada de la oposición de salarios-ganancias y de la aceleración o desaceleración de la inversión.
- Mecanismo de transmisión, condicionado por la demanda efectiva que depende de las expectativas de rentabilidad, del nivel de salarios y empleo. A través de ella se transfiere la inestabilidad a todo el sistema.
- Límites máximos, que vienen dados por el pleno empleo, y límites mínimos producto de la tasa de depreciación de la planta productiva y por el salario²⁶.

²³ El banco central actuó como el prestamista de última instancia y el seguro de depósitos fueron los instrumentos que mantuvieron estables las tasas de interés.

²⁴ Minsky también propuso favorecer la integración de grupos financieros para que la banca comercial compartiera con la banca de inversión el interés por mantener estables las cotizaciones de los títulos (como parte de una política complementaria de la intervención contracíclica), Mántey (2000).

²⁵ Franke y Semmler (1994), Delle Gatti y Gallegatti (1994) y Delle Gatti *et al.* (1994) Keen (1995) Goodwin (1967), Flaschel *et al.* (1997).

²⁶ Kaldor (1982).

Según lo mencionado anteriormente, en el trabajo de Minsky se enfatiza la expansión del crédito como determinante para financiar la producción y la inversión que realizan las empresas. En este sentido, él y otros poskeynesianos han notado que las empresas negocian líneas de crédito -que incrementan su deuda- para financiar la expansión de su producción²⁷. La demanda de créditos depende de las empresas y ésta se contrae o expande de acuerdo con sus decisiones de inversión, lo que determina su endogeneidad.

b) Dinero endógeno. Por su naturaleza, el dinero es considerado como una variable endógena en la corriente poskeynesiana. Wray señala que Schumpeter diferenciaba entre la teoría monetaria del crédito (neoclásica) en la que la expansión del crédito se constriñe a la cantidad real de dinero, mientras que la teoría del crédito monetario señala que el crédito impulsa la actividad económica hacia el crecimiento (Wray 2004a, 2004b). Es así que el crédito también crea dinero de alta potencia y es de naturaleza endógena.

La demanda de crédito no es una demanda de dinero en sí, sino de bienes. Es una atribución de poder de compra, como en el caso del *empresario Schumpeteriano*, para pagar salarios y materias primas o bienes de equipo, o también de las economías domésticas para satisfacer una necesidad de consumo o de adquisición de vivienda (Rochon 1999). En esta lógica, con la finalidad de llevar a cabo sus decisiones de inversión y producción, las empresas demandan crédito. El papel del dinero en el sistema económico y financiero se inicia cuando las empresas requieren de financiamiento en el corto plazo para cubrir los costos de producción. Para que los bienes producidos sean vendidos deben pagarse salarios y beneficios. El sistema financiero y en particular los bancos otorgan el financiamiento para cubrir sus costos; estos créditos se cancelan al final del proceso.

La deuda y los créditos están en constante circulación. Los poskeynesianos reconocen la importancia que juega la moneda en la teoría monetaria de la producción²⁸. Al respecto, los autores poskeynesianos reconocen que hay una relación entre las variables reales y

²⁷ Como Moore (2004, 1988 y 1994) y Wray (2000a y 2000b), entre otros poskeynesianos.

²⁸ La teoría del circuito desarrollada en Francia pone el énfasis en el papel del financiamiento (Wray 2001).

monetarias de una economía, la oferta monetaria es endógena ya que está regida por el crédito y se encuentra determinada por su demanda.

El dinero es conducido por el crédito porque la cantidad de dinero circulante es resultado del proceso de producción financiado con crédito bancario. De este modo, la cadena de causación entre el dinero y el producto se invierte, lo cual es argumentado por los poskeynesianos. Las instituciones bancarias son primordiales porque cumplen la función de crear dinero a través del crédito que otorgan a las empresas para financiar la producción que se dirigirá al consumo²⁹ (Wray, 2004a: 59). De esta forma se inicia un proceso que termina cuando la empresa paga sus obligaciones; mientras siga cubriendo su deuda, el flujo continuará. Es constante la creación y destrucción de dinero y su cantidad está relacionada con el valor total de la producción. Es importante considerar que la variable independiente es la demanda de crédito y no el dinero, como supone la teoría convencional. El dinero y el crédito son endógenos porque el sistema bancario tiene la capacidad de crear dinero para atender la demanda de financiamiento de las empresas.

Además, en la obra de Schumpeter ([1942] 1992), es relevante la actuación de los bancos en el proceso de innovación, porque son éstos los que viabilizan el financiamiento a las empresas para facilitar su actividad productiva³⁰, este autor enfatiza que son los empresarios emprendedores son los que arriesgan y solicitan préstamos posibilitando el cambio.

La cantidad de dinero en una economía depende de las necesidades de circulación por la demanda de crédito de las empresas. Los bancos deberán cubrir esa demanda a un interés superior que el de los depósitos. En el caso de que no cuenten con suficientes recursos para atender la demanda de crédito recurren a la banca central para solicitar reservas de dinero legal. El dinero y el crédito son endógenos porque el sistema bancario tiene la capacidad de crear dinero para atender la demanda de financiamiento de las empresas. Las empresas

²⁹ Schumpeter es posiblemente considerado como el titular de este enfoque. La concepción del papel del crédito en el financiamiento de las actividades empresariales procede de la *Teoría General*, según señala Wray.

³⁰ Para Steindl (1981, 1985 y 1990) la innovación tecnológica proviene de los recursos internos de la empresa, a diferencia de Schumpeter.

generalmente utilizan sus créditos de corto plazo para solventar los gastos corrientes. Esta dinámica modifica la estructura financiera de la empresa. En este proceso se da la creación y destrucción de dinero y su cantidad está relacionada con el valor total de la producción.

La diferencia de los bancos con respecto a las empresas radica en la naturaleza de sus deudas, los bancos son fuente de crédito y las deudas bancarias constituyen la moneda utilizada por las empresas. Por otra parte, el gobierno acepta deudas bancarias en pago de impuestos y garantías de numerosas deudas que son reembolsadas a la vez en moneda fiduciaria.

Al crearse moneda para procurar la liquidez con la finalidad de financiar los planes de inversión de las empresas, las instituciones bancarias incrementan la demanda agregada vía el aumento de los flujos de producción y el crecimiento económico. La oferta de moneda incluye los depósitos bancarios, incrementándose y contrayéndose de acuerdo al ciclo económico financiero. Así, en la expansión y auge aumentarán, en la recesión y crisis descenderán.

Al respecto, la oferta de moneda es endógena por dos factores: al aumentar la incertidumbre se incrementa la preferencia por la liquidez y el deseo de poseer moneda; y como las mismas anticipaciones reducen el deseo de gastar en préstamos y depósitos bancarios. También, puesto que el sector privado dirige la oferta de dinero que desea por su demanda de créditos³¹ (Dow y Rodríguez-Fuentes 1998), de ahí que la moneda no es neutral. El argumento central es que crédito y dinero están determinados endógenamente por la actividad económica.

c) *Tasa de interés*. Wray (1990, 1992) señala que los estudios poskeynesianos sobre la tasa de interés son escasos, en particular la relación entre tasa de interés y beneficios. Al revisar la literatura al respecto se encuentran evidencias empíricas de aquélla en los últimos años. A diferencia de la teoría convencional, los poskeynesianos consideran la tasa de interés como la determinada por el banco central.

³¹ En los trabajos de Dow y Rodríguez-Fuentes (1998) retoman la postura de Robinson al respecto de que la demanda de crédito es endógena porque las empresas son las que la determinan, lo cual es sostenido también por otros poskeynesianos.

Para los poskeynesianos no hay un equilibrio de largo plazo por la propia naturaleza inestable del sistema, por lo que la tasa de interés³² de referencia está asociada a sucesos del pasado reciente y a expectativas del futuro; la tasa de interés es exógena porque la determina el banco central de acuerdo a lo que supone la teoría de la tasa de interés exógena de los horizontalistas poskeynesianos como señala Mántey (2009). Para los poskeynesianos *el dinero es integral al proceso capitalista* (Dow 1997), pero podríamos decir que no hay consenso en el grado de endogeneidad, por lo que partiremos de lo siguiente:

En una economía moderna hay una gran cantidad de activos, y por tanto, existe un gran número de tasas de rendimiento sobre estos activos. Los poskeynesianos consideran que al menos una de esas tasas está por completo bajo el control del banco central (tasa de interés de referencia³³), los otros tipos, en el corto plazo, gravitarán alrededor de ésta (Lavoie 2005). En los poskeynesianos se habla de exogeneidad en el sentido de la capacidad de control que tenga la autoridad monetaria para marcar una dirección (Wray 1992, Goodhart 2009).

En la perspectiva del proceso de control monetario confluyen, tanto los trabajos de economistas poskeynesianos como neokeynesianos, en que la autoridad monetaria determina directamente el tipo de interés de corto plazo. Entre los primeros están (Lavoie 1984, Wray 1990, Pollin 1991, Arestis and Howells 1996, y Chick (1992) y en el segundo grupo (Taylor 1993, Clarida *et al.* 1999)³⁴. Chick (1992 y 2002); Chick y Dow (2002); y Goodhart (1988 y 1998) argumentan que si el banco central decide fijar la tasa de interés a un nivel donde las reservas estén disponibles, entonces el volumen de estas reservas se

³² Una manera de medir el valor de una gran empresa es por sus acciones en la bolsa de valores (relación entre tipo de interés y valor de sus activos). Los cambios en la tasa de interés producen movimientos en el valor neto actual de la empresa (acciones), y puede generar inestabilidad porque la inversión productiva disminuye si las ganancias son mayores en la bolsa.

³³ Dependiendo este tipo de interés el sector privado toma sus decisiones de endeudamiento. Los bancos en función de la situación del mercado establecerán las condiciones de los tipos de interés para otorgar financiamiento, y también la composición de su balance.

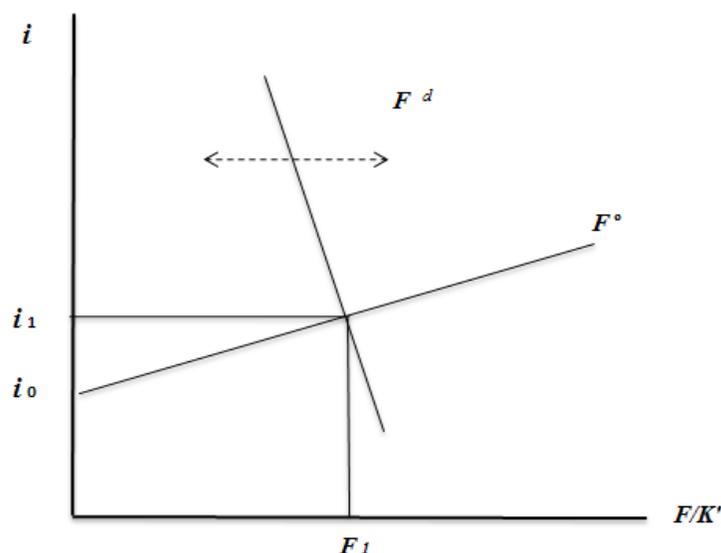
³⁴ Estas posturas críticas con la visión neoclásica pueden tener importantes implicaciones para la ejecución de la política monetaria. La mayoría de los bancos centrales en los países desarrollados reconocen abiertamente que toman sus decisiones en referencia a un tipo de interés de intervención, véase también en Rodríguez-Fuentes *et al.* 2002.

convierte en una variable endógena del sector privado en general y del sistema bancario en particular. De tal manera el proceso es de la siguiente forma:

1. El banco central determina la tasa de interés de corto plazo.
2. A tal nivel de la tasa de interés, el sector privado determina el volumen de préstamos que requiere del sistema bancario.
3. Los bancos ajustan sus tasas relativas de interés, activos comercializables, préstamos interbancarios y al por mayor, con el fin de hacer frente a la demanda crediticia.
4. El punto anterior establece tanto el acervo de dinero (demanda, tiempo y los depósitos al mayoreo), en función de la proporción requerida de reservas, la cual debería ser de cero, esto fija el volumen de reservas bancarias, lo que determina:
5. El monto que los bancos necesitan pedir prestado o pagar al banco central para hacer frente a su demanda de reservas.
6. Para mantener el nivel fijado de la tasa de interés (punto 1), el banco central emplea operaciones de mercado abierto (OMA), para satisfacer la demanda de reservas establecida (punto 5).

En la gráfica 1.1 se observa la tasa de interés en el mercado financiero. En el eje de las ordenadas está la tasa de interés nominal de un título. El otro eje marca el cociente del flujo de financiamiento (de un año), y el valor del capital que es la garantía para que las empresas puedan demandar financiamiento para la inversión. La oferta de financiamiento (F^o) es elástica en una economía donde el dinero es endógeno, la ligera pendiente positiva se explica por el mayor riesgo que tienen los prestamistas al aumentar el nivel de endeudamiento, la tasa de interés mínima (i_0) se va a situar por encima del nivel de referencia (nivel de tasa de interés a la que le presta el banco central a la banca privada). La variación de la tasa de interés no afecta en gran medida la demanda de financiamiento (F^d), que sigue siendo inelástica.

Gráfica 1.1
Determinación del tipo de interés en el mercado financiero



F^d : Demanda de financiamiento, F° : Oferta de financiamiento; i : tasa de interés nominal, i_0 : interés mínimo
 F/K' : Flujo de financiamiento entre el valor de capital de garantía.
 Fuente: Elaboración propia con base De Juan, O. (2000). El tipo de interés, ese frágil eslabón entre el circuito económico real y financiero.

Lo anterior lleva a que el riesgo financiero sea un factor a considerar debido a que una empresa puede caer en una situación de insolvencia si su deuda se eleva demasiado y rebasa su capacidad de pago. Si esta situación persiste es probable que las instituciones financieras dejen de darle crédito y caerá en una situación muy frágil que la puede llevar a no poder cubrir siquiera los intereses de su deuda.

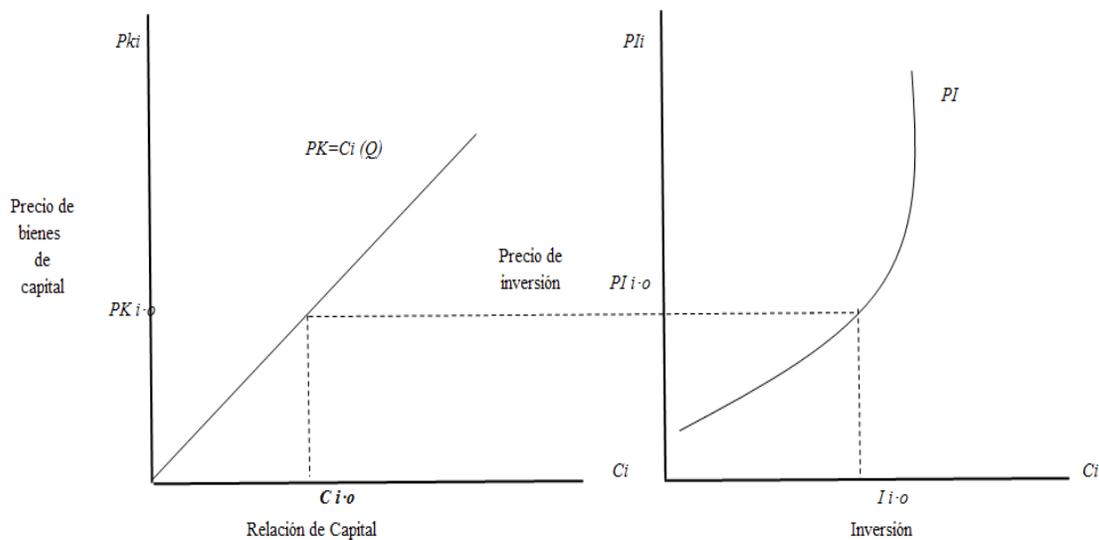
d) Tasa de interés e inversión. En la corriente poskeynesiana, la inversión tiene una relación directa con el ahorro. En la *Teoría General*, Keynes señaló una relación diferente a la teoría neoclásica entre ahorro e inversión. Su planteamiento sobre la dinámica de la actividad económica en una economía monetaria con incertidumbre³⁵, se fundamenta en la inversión que realizan las empresas con la finalidad de incrementar sus ganancias. El punto central de lo anterior está en que el tipo de interés no es una variable fundamental de la

³⁵ En la *Teoría General* Keynes reconoce que existe una incertidumbre no probabilística por el hecho de que los individuos transcurren sus vidas en la transición y en ésta ocurren cambios objetivos y subjetivos que derivan en decisiones de consumo presentes y futuros, por lo que existe una situación de desequilibrio y no de equilibrio en el largo plazo, como lo plantean los clásicos.

inversión, sino la tasa de crecimiento de la demanda y la relación esperada capital producto; esto no quiere decir que la tasa de interés sea irrelevante en el corto y medio plazos, porque los planes de inversión de una empresa se basan en la tasa de interés reciente y la que se espera en el futuro, por lo que una variación de ésta puede afectar la inversión efectiva y el ritmo de la inversión.

La lectura de Minsky (1987) sobre la *Teoría General* considera que la marcha macroeconómica es inherentemente cíclica y las fluctuaciones en la demanda agregada tienen un efecto en el empleo y la inversión, lo cual es evidenciado en los estudios de Lavoie y Hein mencionados, y Fazzari *et al.* (2008). La inversión depende de la eficiencia marginal del capital y del tipo de interés esperado que se forma por la acción de los especuladores en los mercados secundarios de bonos de renta fija. El nivel de la inversión y su efecto multiplicador establece el ingreso determinado por la propensión marginal a consumir. Así el ahorro pasa a ser una variable residual fijada por la diferencia entre el ingreso y el consumo. Minsky estableció que la inversión dependerá de los precios de la demanda de bienes de capital, según se observa en la gráfica 1.2.

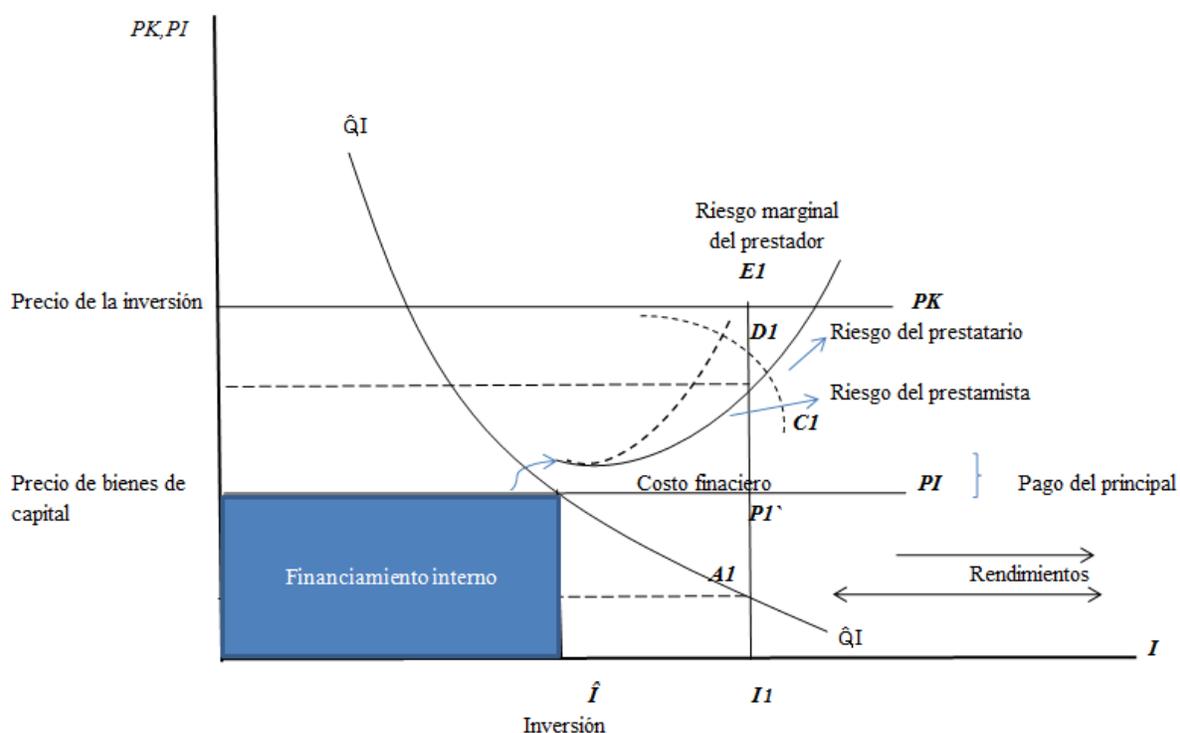
Gráfica 1.2
Precio de los bienes de capital y de la inversión



Fuente: Minsky, H. (1987) Las Razones de Keynes, FCE.

Veamos a detalle cómo explica Minsky los determinantes de la inversión, en lo que el financiamiento de la misma es crucial. El precio de la demanda de los bienes de capital está determinado por la capitalización de los rendimientos probables, que son compromisos de pago por préstamos, como se ve en la gráfica 1.2; entonces hay una relación entre la tasa de capitalización para créditos y el compromiso de pago que depende de las evaluaciones del mercado de los deudores y los prestamistas. Ahora bien, hay una cierta incertidumbre porque los rendimientos probables son fluctuantes y por los acontecimientos no esperados.

Gráfica 1.3
Comportamiento financiero de una empresa



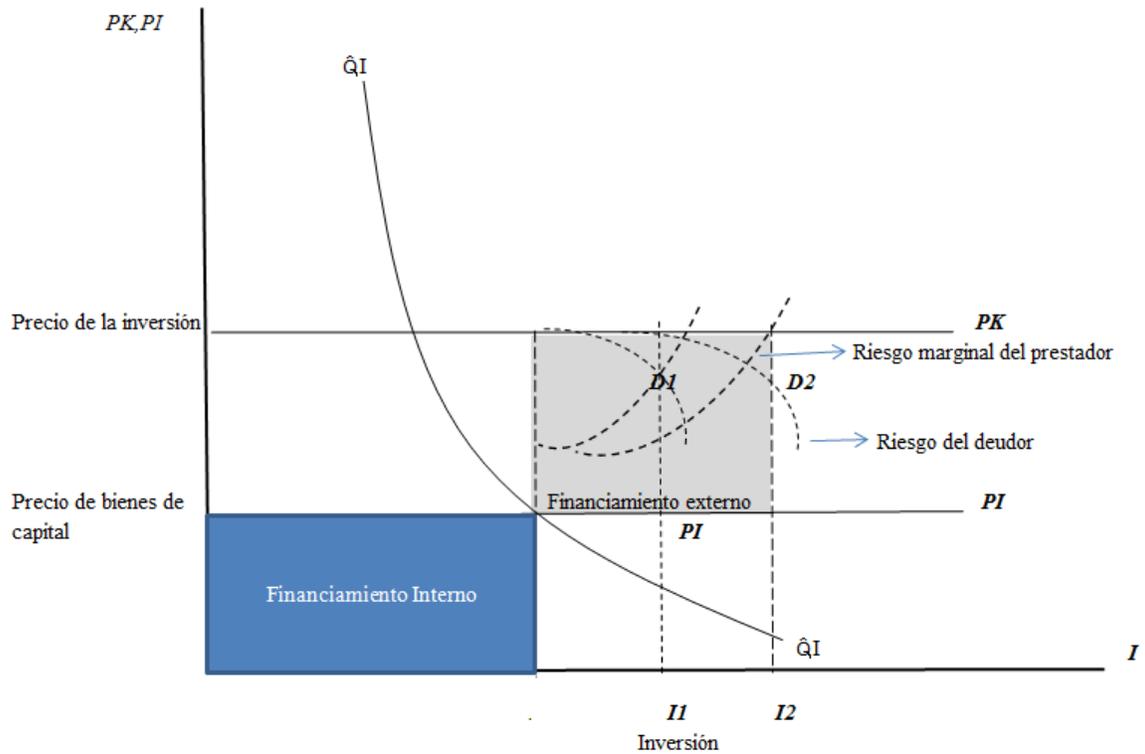
Fuente: Minsky, H. (1987) *Las Razones de Keynes*, FCE.

Una empresa puede contraer deuda para lo que promete que pagará en el futuro mediante flujos de efectivo, como se observa en la gráfica 1.3, pero es posible que sucedan acontecimientos no previstos, por lo que los activos financieros de la empresa pueden disminuir, esto implica un aumento de deuda, por lo que la capacidad de pago de la empresa puede ser incierta y sus planes de inversión modificados. La empresa capitaliza sus

rendimientos probables (dividendos, intereses y pagos), sus flujos de efectivo, y da un valor a los bienes de capital.

Para que se dé la inversión efectiva es necesario que el precio de una unidad de capital sea mayor que el precio de una unidad de inversión o igual a éste. La capitalización de los rendimientos probables menos la capitalización de deuda deben ser mayor que cero. Sin embargo, siempre está presente el riesgo del prestatario: para una empresa, la tasa de capitalización de cualquier bien de capital disminuye a medida que aumenta la cantidad que se tiene, y como él –prestatario– considera ciertos los flujos de efectivo por deudas (CC) y como inciertos los rendimientos probables (Q), aumentar la inversión financiada por deuda implica la disminución del margen de seguridad y por tanto la tasa de capitalización que el deudor da a los rendimientos probables. De esta manera, el precio de demanda de los bienes de capital “cae lejos” del precio de los bienes de capital y del precio de la inversión (PK, PI). Esta caída está en relación con la magnitud de los compromisos de pago, lo que puede llevar a una desinversión. El riesgo se basa completamente en la percepción del que conlleva el prestatario, es decir, el del empresario, y ello no es explícito en los contratos. El riesgo del que presta, el de las instituciones financieras, sí aparece expresado mediante tasas de interés, garantías colaterales y plazos de vencimiento.

Gráfica 1.4
Sensibilidad de la inversión a las estimaciones de riesgo



Fuente: Minsky, H. (1987) *Las Razones de Keynes*, FCE.

Se mencionó que el ritmo de la inversión dependía de la tasa de interés, pero también es muy sensible a los riesgos del deudor y del prestamista, como se observa en la gráfica 1.4. Cada periodo contable de una empresa, generalmente un año, hereda una estructura de pasivos y de bienes de capital. Si se tiene una experiencia favorable en las preferencias de cartera y en las expectativas de rendimientos, los riesgos disminuirán; es decir, la aversión al riesgo será menor y el endeudamiento aumentará, lo cual implica un alza en las acciones y en la eficiencia marginal del capital, identificándose una etapa de auge, de acuerdo con Minsky. Esto lleva a presentar con más detalle los determinantes de la inversión agregada y su financiamiento según la teoría de este autor, lo que se resume en la gráfica 1.5.

e) *Instituciones financieras*. El papel de las instituciones financieras es un elemento relevante a considerar en el ciclo económico financiero, su función es dar relativa estabilidad y certidumbre porque el sistema económico *no es ergonómico*³⁶ (Davidson 2004: 35 y 2001), no se rige por leyes como las ciencias naturales. Como se mencionó, la firma de contratos entre las instituciones financieras y las empresas sirve para asegurar el pago de la deuda ante cualquier modificación del entorno económico. Las empresas que demandan financiamiento deben considerar sus condiciones en el corto y largo plazos para hacer frente a sus obligaciones futuras. Deben evaluar en primer lugar si tienen capacidad de pago del servicio de la deuda en función de sus expectativas (Stiglitz y Weiss 1981, Wolfson 1996). Como ya se mencionó, la incertidumbre tiene el efecto de incrementar el riesgo financiero entre las empresas y las instituciones, porque implícitamente se reduce la liquidez y con ello la probabilidad de pagar las deudas, lo que conduce a una mayor fragilidad del sistema. Wray señala al respecto que el límite de la demanda de inversión es la restricción de liquidez y el papel de las instituciones bancarias es el de ajustar ambas (Wray 2000b), los bancos juegan un rol relevante como intermediarios que posibilitan el financiamiento.

Los movimientos cíclicos de la inversión de las empresas han sido estudiados por varios autores que siguen esta línea, demostrando que la inestabilidad del sistema se inicia desde ese punto –el microeconómico- y se expande hacia el plano macroeconómico. Ambos niveles siempre en constante interrelación³⁷.

Es necesario enfatizar que los ciclos económicos financieros se inician en el plano microeconómico, cuando las empresas deciden la estructura de su financiamiento, en particular en la forma en cómo financiarse por fuentes externas para cumplir sus planes de inversión, lo que determina el nivel de ésta en el ámbito macroeconómico, y por tanto, de la

³⁶ En los estudios poskeynesianos recientes se ha incorporado este término para referirse al comportamiento diferente del sistema económico y de la economía respecto de las ciencias naturales. En las ciencias naturales los resultados de un experimento siempre estarán presentes en lo sucesivo, es decir se puede replicar el experimento y los resultados serán exactamente los mismos, en la dinámica del sistema económico esto no ocurre.

³⁷ Algunos autores poskeynesianos ponen énfasis en las recomendaciones de Minsky en cuanto a políticas para reducir la inestabilidad de la economía a través de mecanismos institucionales (Papadimitriou y Wray 1998: 1-3).

demanda agregada. En este sentido, las instituciones financieras son las que aseguran que se dé la inversión efectiva.

1.3 FINANCIAMIENTO Y POSICIONES FINANCIERAS DE LAS EMPRESAS

En este apartado se presentan los elementos en que las empresas delinear su esquema de financiamiento de acuerdo con las posiciones financieras de Minsky.

Según Minsky es clara la relación entre economía real y financiera en la dinámica de los ciclos económicos financieros. En este sentido, habrá estabilidad si el flujo de efectivo permite que las empresas puedan cubrir sus obligaciones, por lo que las expectativas futuras sobre ganancias afectan el ritmo de la inversión. El financiamiento es el eje rector de la inversión sólo si afecta el precio de demanda (Minsky 1987: 141). Algunos enfoques poskeynesianos recientes comparten este razonamiento³⁸: por una parte definen el comportamiento de las empresas en su esquema de financiamiento e inversión y por otra que la fragilidad sea endógena.

En un marco cíclico y especulativo se sitúan las estructuras de las obligaciones de las empresas, explicando así el auge de la inversión especulativa y la razón por la cual ese auge también tenderá a la crisis. La demanda especulativa de dinero gira en torno a la medida en que se piden préstamos para financiar posiciones en bienes cuyo precio está sujeto a variación tanto como las condiciones de los préstamos en dinero. Esos precios esperados de los bienes constituyen las determinantes de la demanda especulativa de dinero³⁹. A medida que el rendimiento de un bien cae por debajo del umbral establecido por el rendimiento implícito del dinero, la producción de ese bien, es decir, la inversión, se detiene. El dinero domina la situación, mientras decline el rendimiento esperado de los bienes; el precio corriente de los bienes producidos debe caer más abajo que el costo de producción de éstos.

³⁸ En los últimos años los poskeynesianos han realizado trabajos en esta línea, entre los que se encuentran los de Fazzari *et al.* (2008) y Cozzi y Toporowski (2006).

³⁹ El motivo especulativo para tener dinero afecta el precio de los bienes de capital afectando primero la tasa de interés. Keynes se expresaba en términos de dos mercados: uno en el cual están determinados las tasas de interés y los préstamos en dinero, y otro en donde están determinados los precios de los bienes de capital.

Aquí es donde se vincula el mercado productivo y financiero, el segundo determina los precios de los bienes de capital y los términos del financiamiento. Si se incrementa el crédito habrá un auge, pero también si las empresas no cubren sus obligaciones se dará una depresión. De esta forma, el sistema financiero está en constante inestabilidad porque no hay certidumbre, lo que lo hace tender hacia la fragilidad financiera.

A continuación se presentan los elementos de los que dependen las posiciones financieras de las empresas de acuerdo a Minsky.

Los flujos de efectivo. La venta de un bien produce un flujo de efectivo que puede ser un múltiplo mayor que 1. La magnitud dependerá de la tasa de capitalización y de la duración esperada de los flujos de efectivo. Minsky al igual que Keynes distinguía tres tipos de bienes: capital instrumental, líquido y dinero, ubicando su análisis en un contexto cíclico e inestable donde el flujo de efectivo toma en consideración la carga financiera y las obligaciones fiscales (Minsky 1987: 93-100). A continuación se explican los tipos de bienes:

Capital instrumental, líquido y dinero: el instrumental produce un rendimiento (q) que es el flujo de efectivo que producirá el bien por concepto de operaciones o por contrato, es decir, es el ingreso total menos los costos totales; los bienes líquidos son lo que implican un desgaste o costos de almacenamiento (c), y el dinero tiene liquidez (l).

$$q - c + l$$

Así tenemos:

$$(q - c) = \text{Flujos de efectivo}$$

Donde c son costos de almacenamiento que Minsky asimila a los costos del endeudamiento.

El capital instrumental menos los costos de almacenamiento en una empresa son los flujos de efectivo determinados por la estructura de obligaciones.

Una empresa con un alto volumen de obligaciones en el corto plazo refinanciará su posición cada vez que vence una deuda, colocando deuda para pagar otra. Evalúa la situación para contraer compromisos y depende de su capacidad y habilidad para manejar su flujo de efectivo producto de sus activos. Algunas empresas pueden llegar al vencimiento del principal de una deuda sin tener ni el efectivo ni los activos líquidos disponibles para efectuar el pago. La empresa puede contratar nueva deuda, sometiéndola a renegociación o consolidándola, pero es necesario contar con la confianza de los prestamistas y asegurar su capacidad de pago en el futuro, y esto puede ser a través del valor de sus activos y la rentabilidad esperada de sus proyectos.

También se puede llegar a una situación en donde la salida de efectivo supera la entrada generada por sus operaciones. Esto sucede cuando las empresas especulan deliberadamente porque quieren incrementar su inversión y por errores cuando se sobreestima el flujo de efectivo esperado por las ventas y porque incumplen con contratos de deuda. Pueden especular cuando consideran que obtendrán financiamiento a una tasa razonable.

Las empresas conservadoras esquivan riesgos altos porque adquieren bienes y emiten deuda ocasionando compromisos de flujo de efectivo que normalmente van paralelos a la entrada de los mismos. Otras que prefieren la liquidez ofrecen condiciones más altas en instrumentos de corto plazo en los cuales el pago del principal conduce a flujos de efectivo que superan los conceptos de activos que posee la empresa. Valorán el ahorro esperado en costos financieros por reducción de la tasa de financiamiento contra el riesgo de que el efectivo esperado se obtenga a tasas y en condiciones penalizadas cuando sea requerido. Cada empresa lleva un balance, activos y pasivos, que producen flujos de efectivo que provienen de operaciones (q) y compromisos de pago que generan un flujo de efectivo (c). En el balance hay un subgrupo de activos con un mercado secundario de los cuales la empresa puede disponer, incluso sin afectar el q producto de la planta y el equipo. Minsky señala que las empresas tienen que especular con $q - c$, y con los bienes que tendrá en el futuro que son los bienes que producen rendimientos implícitos en forma de l . La proporción de q , c , y l , que decide la empresa es una decisión especulativa, de cartera, que se toma en condiciones de incertidumbre. La decisión de invertir conduce a la emisión de

obligaciones o a reducir la liquidez: el efectivo recibido a cambio de los compromisos c es el circulante para pagar la inversión.

Una decisión de adquirir equipo usado o una empresa es una decisión de emitir obligaciones que son compromisos de hacer los pagos c o reducir la liquidez. En el auge las maniobras empresariales conducen a que aumente el flujo de c respecto de la llegada de flujo de q esperada. En un ambiente de euforia con expectativas muy optimistas⁴⁰, las tasas de interés de los activos líquidos aumentan en comparación con otros activos.

La especulación en una economía capitalista tiene dos facetas: la adquisición de bienes de capital y la emisión de compromisos de pagar el financiamiento de las adquisiciones de capital. Si la especulación tiene éxito entonces los flujos de efectivo, incluyendo la revaluación de los bienes de capital por la adquisición de bienes, son suficientes para solventar los compromisos de pago, aumentando el valor de la empresa. La valuación de $q - c + l$ aumentará más del costo de inversión.

De esta manera, Minsky sugiere una clasificación de empresas que permite conocer su posición en el sistema económico financiero según su capacidad para cubrir compromisos de deuda y su fragilidad financiera:

a) *conservadoras*, que logran tener flujos de efectivo mayores a los compromisos de pago,

b) *especulativas*, que en un periodo relativamente corto pueden cubrir el pago de los intereses de los préstamos con sus flujos de efectivo, por lo que requieren de financiamiento, y

c) *Ponzi*, que con los flujos de efectivo no pueden cubrir ni los intereses de la deuda, y pierden la credibilidad y confianza ante los prestamistas.

Tal como lo plantea Minsky, cuando en una economía cerrada crece la demanda agregada se inicia una expansión que llevará a la etapa de auge en la que las empresas incrementan

⁴⁰ Se reduce la relación entre precio de mercado los bienes que exigen un prima de liquidez l y el precio de mercado de otros activos financieros que rinden c .

su demanda de financiamiento para realizar nuevas inversiones generadas por las expectativas de rentabilidad, el incremento positivo de flujos; las ganancias pasan a ser la garantía para obtener mayor financiamiento, pero a medida que avanza esta situación, la demanda de financiamiento se torna inelástica a la tasa de interés, que aumenta presionando al alza del precio de los bienes de capital y de los activos financieros, lo cual repercute en el nivel general de precios. Algunas empresas siguen endeudándose para liquidar activos iniciando un periodo de deflación que contrae la inversión y la demanda agregada.

El aumento de la tasa de interés representa para las empresas un límite a su expansión y estructura financiera que puede volverse más frágil y el aumento del nivel general de precios contrae la demanda, lo que denota una etapa de desaceleración y estancamiento (Minsky 1987, 1990a). En este proceso, algunas empresas se declaran en quiebra y otras se venden o se fusionan.

Las empresas conservadoras son las que no se comprometen en deuda más allá de lo que tienen de flujo de efectivo, es decir, no se arriesgan, por lo que no llegan a enfrentar grandes problemas financieros, pero su tamaño también estaría limitado. Las empresas especulativas y Ponzi son las que se encuentran en una situación de mayor fragilidad por su situación financiera y por la naturaleza del ciclo. Una baja drástica en su actividad reduce la confianza y eleva el costo del financiamiento que conduce a una situación de pánico de liquidez⁴¹ que desembocará en una crisis de liquidez y solvencia. Si prevalecen las empresas especulativas o Ponzi, de acuerdo con la hipótesis de Minsky sucederá que estas empresas venderán, refinanciarán deuda de corto a largo plazo o liquidarán activos. Si se llegan a generalizar las empresas Ponzi existe la posibilidad de crisis, que según Minsky (1990b) cumplen un papel funcional porque resuelven problemas agudos de la acumulación en las fases de expansión del ciclo económico⁴², después de una crisis inicia una nueva etapa de expansión.

⁴¹ Este pánico de liquidez lleva a un descenso del valor general de los activos que puede impedirse a través del déficit público y la intervención del banco central.

⁴² Para mayor detalle sobre el papel funcional de las crisis en el sistema capitalista véase Moore (1984).

En etapas de expansión, las empresas proyectan ganancias altas e inician planes de expansión con nuevas inversiones para incrementar sus ganancias. Esta misma situación lleva a la necesidad de financiarse por fuentes internas y externas. En este trabajo se sostiene que las segundas se incrementan cada vez más en el sector de las grandes empresas en México. En el auge, los precios de los bienes de capital se elevan y también lo hace la deuda, lo que representa un límite a la expansión de las empresas. Su estructura financiera se hace cada vez más frágil por el mismo hecho de que dada la restricción crediticia interna contrataron financiamiento externo⁴³, haciendo más vulnerable su esquema de financiamiento ante los cambios de la economía mundial. Por ello, muchas de ellas tendrán que renegociar la deuda, vender activos o quebrar. Al mismo tiempo sucede una deflación y disminuyen los precios de los activos (Minsky 1987: 70-73), por lo que las empresas que no puedan refinanciarse deberán vender a muy bajo costo. Cada ciclo se vincula a un estado anterior y a uno subsecuente, como etapas determinadas por el comportamiento financiero de las empresas.

Debe destacarse que el contexto macroeconómico determina en parte el desempeño económico de las empresas impactando en la distribución y la acumulación en el largo plazo, como señala Lavoie (2001), pero hay que poner énfasis en la manera cómo responde la estructura de las obligaciones de las empresas, es decir, sobre su forma de apalancarse.

En esta investigación sostenemos que la hipótesis de Minsky, en el caso particular de las GEM mexicanas, si bien se cumple empíricamente no se establece así en lo teórico, porque en los casos estudiados tienden a transitar hacia posiciones especulativas y Ponzi. Así, a pesar de la fragilidad financiera de las GEM el sistema no se colapsa, la interrogante de investigación es porqué no sucede lo que plantea Minsky.

Para dar respuesta a lo anterior consideramos que es necesario incorporar el enfoque de gobierno corporativo.

⁴³ El costo de contratar financiamiento externo es más barato en el mercado mundial que en México.

1.4 GOBIERNO CORPORATIVO Y FINANCIAMIENTO DE LAS EMPRESAS

En este apartado nos centraremos en presentar los aspectos teóricos del enfoque del gobierno corporativo que pone énfasis en la separación de propiedad y control en las empresas, con la finalidad de explicar el modo de gobierno y la estrategia de gestión financiera de las grandes empresas, caso que nos ocupa en este trabajo.

FINANCIAMIENTO CORPORATIVO Y COSTOS DE AGENCIA

La separación entre control de la propiedad y administración tiene su origen en los estudios de Chandler (1992), donde plantea que las empresas conforme crecen tienden a dividir la administración y la posesión de las acciones⁴⁴, siendo esta una línea de investigación sobre empresas. A partir de la década de los setenta, las contribuciones sobre la naturaleza de la empresa abarcan tres áreas de desarrollo: principales y agentes, conducta estratégica y mercados *versus* jerarquías. La teoría de los costos de agencia desarrollada por Jensen y Meckling (1976), explica el comportamiento financiero de la empresa a partir de la separación de la propiedad y control de la administración.

En las grandes empresas, los accionistas mayoritarios buscan maximizar sus beneficios (monetarios y no monetarios) afectando los intereses de los accionistas minoritarios (Jensen y Meckling 1976; Williamson 1988, 2008). En torno a esta perspectiva es posible suponer que los accionistas mayoritarios son los agentes o grupo control y los accionistas minoritarios los propietarios (principal).

⁴⁴ Actualmente la evidencia empírica ha aportado que esto sólo ocurre en ciertos países como Estados Unidos, Inglaterra y Japón, mientras que la forma predominante en el mundo es la concentración de la propiedad, como lo demuestra el trabajo de La Porta *et al.* (1999) el cual retoma Hoshino (2006) para realizar un estudio sobre propiedad en grandes empresas en México.

EL GOBIERNO CORPORATIVO Y LOS PROPIETARIOS

En la literatura de finanzas corporativas existe evidencia de que para financiar su crecimiento, las empresas recurren a fuentes de financiamiento externas llevando a una separación de la propiedad y el control (costos de agencia), según el planteamiento de Jensen y Meckling (1976). El enfoque de gobierno corporativo plantea un conflicto de intereses entre el principal y el agente. El primero busca incrementar el monto de sus utilidades mientras que el agente está interesado en maximizar sus ganancias personales, las cuales pueden ser monetarias y no monetarias, empleando un esfuerzo mínimo en sus tareas. Es así que los accionistas mayoritarios serían el agente porque poseen la información que no tiene el principal (accionistas minoritarios). Esta relación desigual entre agente y principal por la información asimétrica puede provocar tensiones en algunas ocasiones por lo que se crean mecanismos de control.

En general, para el caso de las grandes empresas en América Latina y para México, los consejos se integran por una junta de directores con accionistas mayoritarios que concentran la propiedad de las acciones y el control gerencial. En estos consejos de directores se realiza la planeación estratégica de la empresa, la participación de los accionistas minoritarios es de carácter informativo y sin derecho a voto.

El enfoque de gobierno corporativo pone énfasis en que el agente (accionistas mayoritarios) selecciona, distorsiona y manipula la información en su beneficio. También diseñan la planeación estratégica y de gestión financiera para el crecimiento de la empresa, lo que también debería de ser relevante para los accionistas minoritarios. Este enfoque pone de relevancia que el grupo control en algunas empresas manipula o no presenta la información del desempeño económico o financiero disminuyendo los beneficios esperados de los accionistas minoritarios.

Williamson (1988), señala que en un mercado de acciones bien desarrollado se da la posibilidad de que los accionistas finalicen su propiedad vendiendo sus acciones. Los accionistas como grupo guardan una relación particular con la empresa, son los únicos

interesados voluntarios cuya relación con la empresa no se renueva periódicamente porque ellos invierten durante toda la vida y sus derechos se ubican al final de la lista en caso de una liquidación, además, sus inversiones no se asocian a activos particulares. Sin embargo, en la mayoría de los países en desarrollo, el mercado bursátil no está plenamente avanzado, en México es muy incipiente (Basave 1997), pero el hecho de participar en este mercado le crea confianza entre los inversionistas, lo que contribuye a construir una imagen de una empresa financieramente sana basándose en su solvencia y expectativas de crecimiento.

En suma, el énfasis de este enfoque en la separación de la propiedad y el control, proporciona los elementos analíticos para comprender la estrategia de crecimiento y de gestión financiera de las GEM.

1.5 FUENTES DE FINANCIAMIENTO DE LAS GRANDES EMPRESAS

En este apartado se abordarán el origen de las fuentes de financiamiento de las GEM y los componentes de las hojas de balance en la que registran sus operaciones las empresas. Esto servirá para identificar la estructura del financiamiento de las GEM.

En general, las empresas necesitan de recursos para financiar su producción y las fuentes de financiamiento son internas y externas (Moore 1984: 147; Singh y Hamid 1992, Fazzari *et al.* 2008: 2), pero la tendencia en los países en desarrollo es al incremento del financiamiento externo. Las empresas en los últimos años recurren con mayor frecuencia y volumen a fondos en los mercados internacionales, práctica extendida en las economías emergentes⁴⁵. Por lo que el límite de endeudamiento de las empresas se fija por su tamaño, como sugiere Lavoie (1992), las más grandes, que son oligopólicas, tienen mayores opciones de financiamiento.

Esto se halla vinculado con el margen de ganancia en equilibrio que se supone depende de la demanda y oferta de fondos de inversión adicionales por parte de la empresa o grupo,

⁴⁵ Para mayor detalle sobre las fuentes de financiamiento de las empresas, véase Anexo del Capítulo I.

que se ejerce a través del líder de precios de la industria, de la participación de la empresa en el mercado y de las barreras de entrada. A través de este poder de mercado, la empresa que está en función de los fondos adicionales puede acrecentar el margen sobre los costos para obtener más fondos internos incrementando su flujo de efectivo y financiar así sus gastos de inversión esperados. Los flujos se alterarán de dos formas: por los rendimientos de la inversión que se financia y por la declinación de las ventas a lo largo del tiempo, provocada por la elevación del precio. El primer efecto está limitado por la curva de demanda de fondos de inversión adicionales (financiamiento externo: deuda o acciones), el segundo por la curva de oferta del financiamiento (Eichner 1988, Efav 1992).

De acuerdo con Eichner, la curva de demanda de fondos de inversión adicionales es la conocida curva de eficiencia marginal de la inversión, que indica la tasa de marginal de rendimiento medida en términos de las adiciones futuras al flujo de efectivo esperado por el incremento de la tasa de inversión corriente. La curva de oferta de fondos inversión adicional (financiamiento), se concentra en la posible declinación del ingreso por el incremento del margen sobre los costos para aumentar el flujo de efectivo corriente⁴⁶. Esta declinación posterior del ingreso puede darse por: el efecto de sustitución, el factor de entrada o la intervención significativa del gobierno. Los dos primeros pueden tener un resultado poco significativo porque las empresas oligopólicas operan en la porción inelástica de la curva de demanda a corto plazo.

Lo importante es que la posible disminución del flujo de efectivo es semejante a la suma que tendría si tuviera que pagarse por concepto de financiamiento externo. Frente a esta declinación del flujo de efectivo están los fondos de inversión adicionales que el líder de precio habrá obtenido en ese lapso como resultado del mayor margen sobre los costos.

Si el pago de intereses, por el efecto sustitución o factor de entrada correctamente descontado, se toma como un porcentaje del financiamiento generado en ese periodo de tiempo por el aumento del margen sobre los costos, también descontados, el resultado es una tasa de interés implícita sobre los fondos adicionales internamente generados. Esta tasa

⁴⁶ En el enfoque tradicional sería el costo de oportunidad.

de interés es una función del tiempo y de la magnitud del margen sobre los costos que el líder impuso (Eichner 1988: 204-217). En este sentido, este enfoque sugiere que el cambio en el margen sobre los costos se determina por la eficiencia marginal de los fondos de inversión en relación con el costo de oferta marginal de tales fondos internos y externos, coincidiendo con Minsky.

Para los fines de esta investigación, aunque sea indiscutible, es importante retomar esta postura porque explica que las grandes empresas basan sus precios en cierto margen de ganancia sobre los costos. Los costos marginales y los medios son constantes en un intervalo de la producción en el que normalmente operan los líderes de precios; cambiarán con el nivel de la producción, el volumen de las ventas dependerá del comportamiento paralelo de los otros competidores que operan en la misma industria y puede estimarse sobre la base de la tasa de crecimiento de la industria y del patrón cíclico de la demanda agregada.

Sin embargo en el caso de las GEM, el eje articulador de su estrategia de negocios es la financiarización. De acuerdo a Palley (2007), es un proceso mediante el cual los mercados, instituciones y élites financieras obtienen una mayor influencia sobre la política económica y los resultados económicos. La financiarización transforma el funcionamiento del sistema económico, tanto en los niveles macro y micro. Los efectos principales de la financiarización son elevar la importancia del sector financiero en relación con el sector real, transferir ingresos desde el sector productivo al sector financiero y aumentar la desigualdad de ingresos; la financiarización hace propensa a la economía al riesgo de deuda-deflación y prolongada recesión. La financiarización opera a través de tres conductos diferentes: los cambios en la estructura y el funcionamiento de los mercados financieros, en el comportamiento de las instituciones no financieras, y en la política económica. En este trabajo nos centraremos en el segundo efecto: en el incremento de los ingresos financieros sobre los operativos en las GEM.

CONCLUSIONES

En este capítulo se expusieron los aspectos fundamentales de la liberalización financiera, bajo el supuesto de que la tasa de interés se determina en el mercado equilibrando el ahorro y la inversión, fijando tasas de interés altas para seleccionar los proyectos rentables y así incrementar la eficiencia productiva, como el modelo a seguir a partir de la década de los ochenta que trajo consigo la apertura de la cuenta de capitales. Con las reformas estructurales de finales de esta década derivadas del Consenso de Washington, se da el acceso a fuentes de financiamiento fuera del país. Esto sucede en el contexto de la economía abierta por el que transitan las grandes empresas a partir de los noventa del siglo pasado.

Con base a la teoría poskeynesiana se toma la teoría de ciclos económicos financieros de corta duración para explicar que la economía mexicana, en el periodo de 1990 a 2010, presenta breves etapas de expansión y crisis como las de 1995, 2001 y 2008. Esta interpretación ayudará a entender la dinámica de financiamiento de las GEM, porque estos actores económicos toman decisiones en un escenario de continuo movimiento cíclico e inestable. En la teoría poskeynesiana, por su naturaleza, los ciclos económicos financieros son endógenos. Así, cuando las empresas solicitan crédito a las instituciones financieras se inicia el proceso y cuando pagan se cierra. El ciclo se inicia en el ámbito microeconómico cuando las empresas deciden su cartera y de ahí se expande al ámbito macroeconómico.

También se fundamentó desde la perspectiva teórica poskeynesiana que la tasa de interés es fijada por la banca central y el dinero no es neutral porque está en función de la demanda de crédito, su relación con la inversión es muy estrecha. La demanda especulativa de dinero gira en torno a la medida en que se piden préstamos para financiar posiciones en bienes cuyo precio está sujeto a variación al igual que las condiciones de los préstamos en dinero. Desde la postura poskeynesiana, la inversión depende de la eficiencia marginal del capital, el costo de la deuda determina en gran parte el ritmo de la inversión de las empresas.

Así, en un marco cíclico y especulativo se sitúan las estructuras de las obligaciones de las empresas, explicándose de esta manera el auge de la inversión y la razón por la cual ese auge está propenso a la crisis. Minsky categoriza a las empresas por sus posiciones financieras: conservadoras, especulativas y Ponzi, las cuales transitan en un proceso cíclico e inestable, que las lleva a ser cada vez más frágiles financieramente, lo cual es transmitido al sistema en su conjunto.

La posibilidad de mantenerse en el sistema es no dejar que se rompa el ciclo, razón por la que las empresas buscan cubrir sus obligaciones. Esto se vincula al hecho de que las empresas bajo estudio son grandes y por lo tanto son oligopólicas, por lo que su margen de ganancia -se supone- depende de la demanda y oferta de fondos de inversión, además de que dependen del costo del financiamiento externo (deuda). A través de su poder de mercado en el sector donde se encuentren pueden incrementar el margen sobre los costos para obtener más fondos internos incrementando su flujo de efectivo y financiar sus gastos de inversión.

Las fuentes del financiamiento se clasifican en internas o externas y son complementarias, las segundas se han diversificado y complejizado a partir de la liberalización financiera por la gran variedad de instrumentos sintéticos que se pueden crear a partir de su combinación. La distinción analítica permite conocer la composición del financiamiento. El balance general, el estado de resultados y el flujo de efectivo de las empresas, son herramientas analíticas que permiten explicar el nivel de fragilidad financiera de las empresas, y es un enfoque que en los últimos años ha sido utilizado para explicar la deuda de los países por algunos autores poskeynesianos como Kregel (1998), Arestis y Basu (2003), Arestis y Glickman (2002), Schroeder (2002), Cozzi y Toporowski (2006), Charles (2004) y Nissanke y Stein (2003), En esta investigación se utilizará el enfoque de las hojas de balance para analizar la estructura de deuda de las grandes empresas, específicamente las GEM.

Se comparte que hay una estrecha relación entre la economía real y financiera como lo establece el enfoque poskeynesiano. Por ello, se plantea analizar el financiamiento de las

GEM a partir de las posiciones financieras que plantea Minsky y el enfoque del gobierno corporativo.

La incorporación de los elementos analíticos de la separación y control de la propiedad del enfoque del gobierno corporativo abren la posibilidad de explicar el porqué no se cumple empíricamente la hipótesis de Minsky en el caso de las GEM mexicanas, en relación al incremento de empresas con posiciones especulativas que tienden a la fragilidad financiera, pero que no llegan a colapsar el sistema.

CAPÍTULO II

CRECIMIENTO Y FINANCIAMIENTO EMPRESARIAL EN PAÍSES EN DESARROLLO: EL CASO DE LAS GRANDES EMPRESAS MANUFACTURERAS EN MÉXICO

INTRODUCCIÓN

El objetivo de este capítulo es presentar un análisis para una muestra de cuarenta grandes empresas manufactureras (GEM) en México, desde la década de los noventa hasta 2003, de acuerdo con la metodología de Singh y Hamid (1992)⁴⁷. Se cuantificó la actividad, el crecimiento, el financiamiento empresarial y la estructura de capital de la muestra. La hipótesis a comprobar en este capítulo es que las GEM de los países en desarrollo tienden a financiarse más por fuentes externas o ajenas que por fondos propios o internos, a diferencia de la estrategia que se opera en los países desarrollados. En México, bajo las condiciones de la liberalización financiera, esta tendencia se ha acentuado a partir de la década de los noventa.

El presente capítulo se divide en seis partes: En la primera se señala la evidencia empírica acerca del financiamiento en los países en desarrollo en la literatura contemporánea, y la justificación de la metodología empleada para comprobar la hipótesis. En la segunda se describe la muestra que se emplea para analizar la estructura de capital y financiamiento para las GEM. En la tercera se desarrolla el ejercicio de Singh y Hamid para determinar el tamaño y actividad empresarial a través de las variables de crecimiento y tasas de retorno. En la cuarta parte se explica cómo se financia el crecimiento empresarial a partir de la tasa de retención, financiamiento interno y externo del crecimiento. Finalmente, en la quinta y sexta partes se observa la estructura del capital mediante el apalancamiento de capital y de ingreso, y el retorno de dividendos de la muestra. Por último, se presentan las conclusiones.

⁴⁷ Esta metodología está detallada en el Anexo del Capítulo II.

Desde la publicación de Modigliani y Miller en 1958, y la subsecuente en 1961, la teoría económica de las finanzas corporativas ha sido dominada por dos posturas. Ambos autores establecieron que bajo los supuestos neoclásicos de mercados de capital perfectos, sin costos de transacción y sin impuestos en un mundo de incertidumbre, el valor de mercado de la empresa es independiente de su financiamiento o de las decisiones del pago de dividendos, lo que implica una separación entre la esfera productiva y la financiera⁴⁸. La otra postura o enfoque propone que el crecimiento corporativo y las decisiones de inversión se explican por las variables “reales” como productividad, demanda por producción e innovación tecnológica (Singh y Hamid 1992). Esta perspectiva de las finanzas de las empresas es distinta a la de mercados perfectos. El enfoque de Singh y Hamid otorga mayor relevancia al hecho de que las empresas se financian a través de fuentes externas.

2.1 HECHOS ESTILIZADOS DEL FINANCIAMIENTO EN PAÍSES EN DESARROLLO

La literatura sostiene que el financiamiento de las grandes empresas en países desarrollados proviene en mayor medida de fuentes internas, mientras que en los países en desarrollo, en las últimas décadas, muestra una tendencia a incrementar las fuentes externas (Singh y Hamid 1992: 6). En el caso de México particularmente la deuda.

Otros estudios⁴⁹ recientes que coinciden con lo anterior son los de Myers (1984, 1985 y 1977), Fazzari *et al.* (1988), y los de Mayer (1987 y 1989), quienes investigaron sobre las decisiones de financiamiento de países desarrollados con una muestra de ocho países⁵⁰ para el periodo 1970-1985. Los resultados arrojaron diferencias entre ellos en función del tipo de su sistema financiero: anglosajón o alemán oriental-japonés. Sin embargo, este estudio no tomó en consideración los flujos de inversión de las empresas, sólo los datos macro.

⁴⁸ Nuevos desarrollos teóricos en este enfoque han introducido la asimetría de la información, problemas de selección adversa, riesgo moral y costos de transacción, con la finalidad de relajar los supuestos restrictivos de las proposiciones de Modigliani y Miller.

⁴⁹ Los cuales siguen la línea de los estudios de Donaldson (1961).

⁵⁰ Estados Unidos, Gran Bretaña, Japón, Alemania Oriental, Francia, Italia, Canadá y Finlandia.

El estudio de Booth *et al.* (1999), tiene una muestra conformada por las mayores grandes empresas en diez países en desarrollo⁵¹ incluyendo México, para el periodo de 1980 a 1991, sus resultados señalan que las empresas en estos países recurren a deuda.

La investigación de Singh y Hamid (1992), se realizó en nueve países en desarrollo con una muestra de las cincuenta empresas manufactureras más grandes de cada país y comprende el periodo de 1980 a 1989⁵². Los resultados de este estudio demostraron que se presentan variaciones en la tasas de crecimiento de los beneficios netos y ventas de las empresas, que según los autores no son sorprendentes, ya que las tasas de crecimiento de estas economías presentaron diferentes experiencias inflacionarias durante los ochenta, como en el caso de México que tuvo una inflación de 80 por ciento. Señalan también que en los países en desarrollo las grandes empresas se financian cada vez más por fuentes externas que internas (Singh y Hamid 1992: 9, 40 y 81)⁵³.

Los resultados de estos trabajos coinciden que el financiamiento de estas empresas es diferente al de las economías desarrolladas, porque el rol de los determinantes de la estructura de capital y las condiciones institucionales en cada uno de ellos guardan su propia especificidad (Booth *et al.* 1999: 8-10). En las economías en desarrollo, el comportamiento del financiamiento es cada vez más complejo por la diversificación de las fuentes tanto dentro como fuera del país a causa de la liberalización financiera, como señala Bhaduri (2005a y 2005b), lo que implica tener una combinación de financiamiento en lo que respecta a plazos (corto o largo) y en moneda nacional o extranjera, deuda o acciones, y la utilización de otros instrumentos financieros.

De los estudios anteriores sólo dos se refieren a México, pero el periodo que abarcan es bajo un contexto de economía cerrada hasta 1991, razón por la que resulta relevante realizar

⁵¹ India, Pakistán, Tailandia, Malasia, Turquía, Zimbabwé, México, Brasil, Jordania y Corea.

⁵² Los datos fueron obtenidos de IFC, *Emerging Markets Data Base* y en muchos casos son muy agregados por la forma de las hojas de balance (Singh y Hamid 1992).

⁵³ El estudio destaca dos puntos relevantes para el caso de México: primero, no se cuenta con información sobre dividendos en el periodo bajo estudio, por lo que el financiamiento interno para las GEM corresponde a la totalidad de sus ganancias después de impuestos, y en segundo lugar hubo pocas emisiones nuevas sobre el mercado de capital mexicano en los ochenta después del *crack* de octubre de 1987 (sólo se dio una emisión en 1988).

el análisis para el caso de México en un contexto de economía abierta. Se eligió replicar el estudio de Singh y Hamid por las siguientes consideraciones:

- Conocer si la estructura de capital y el comportamiento del financiamiento de las (GEM) en México se ha modificado respecto del periodo de estudio realizado por Singh y Hamid en los ochenta, bajo otras condiciones económicas.
- Saber si la tendencia de las grandes empresas manufactureras es financiarse por fuentes externas (deuda) que por fuentes internas.

Conforme a la metodología de Singh y Hamid (1992), el objetivo de esta sección es analizar los principales indicadores financieros para una muestra de cuarenta GEM para conocer su estructura de capital y el comportamiento del financiamiento. Esta muestra es el total de las manufactureras que cotizaban en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) en el periodo analizado, por lo que los resultados del estudio son convincentes.

Los criterios de selección se concentraron en: 1) Grandes empresas de capital mayoritariamente mexicano; 2) Que pertenecieran a la industria manufacturera; 3) Que cotizaran en la BMV, es decir, que tuvieran publicada la información financiera⁵⁴, y 4) Que en su totalidad permanecieran cotizando en la BMV en el periodo. Por cuestiones metodológicas, el periodo de análisis para replicar el ejercicio de Singh y Hamid fue de 1990 a 2003⁵⁵, tiempo en el que fue posible tener una muestra de cuarenta GEM. Varias de estas empresas dejaron de cotizar en la bolsa a lo largo de estos años, lo que responde por una parte a que modificaron su esquema de financiamiento debido a que la BMV no es una fuente atractiva de recursos, y porque fueron adquiridas por otras empresas.

En el cuadro 2.1 se presentan las GEM, así como el sector económico y clasificación NAICS⁵⁶ al que pertenecen. Debe señalarse que en esta muestra existen empresas con

⁵⁴ Una limitación de esta línea de investigación sobre empresas es la falta de estadísticas disponible. Si son empresas que cotizan en la BMV es posible acceder a las hojas de balance y estado de resultados.

⁵⁵ La información de la muestra que se presenta en este capítulo corresponde a 2008.

⁵⁶ *North American Industry Classification System* (NAICS), elaborada conjuntamente por US Economic Classification Policy Comité (ECPC), Statistics Canada, e Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática (Inegi), para contar con mayor nivel de comparabilidad de las estadísticas en los países de América del Norte, <http://www.census.gov/eos/www/naics/>. Esta clasificación no coincide con la de la BMV,

capital mayoritariamente mexicano y muchas de ellas son multinacionales. Son aquellas que tienen una base territorial en la que se encuentra la base corporativa de su grupo que generalmente es el país donde se originó su actividad con las condiciones legales, laborales, políticas y de cultura de negocios (Whithley 1996: 411-414 citado por Basave 2006: 128-129).

Cabe hacer una anotación respecto del tamaño de la muestra. En el estudio de Singh y Hamid resultaron ser cincuenta las empresas seleccionadas siguiendo los criterios metodológicos expuestos para el periodo de 1980-1989⁵⁷, mientras que en la presente investigación se siguieron los mismos criterios y la muestra se redujo a cuarenta, lo que es un indicador de entrada poco favorable para el mercado de valores en México.

De las cuarenta GEM que se observan en el cuadro 2.1⁵⁸, en 1990 estaban activas treinta y una en la BMV. En 1991 entraron dos: Altos Hornos de México (*Ahmsa*) e Ind. Automotriz (*Iasa*). En 1992 ingresaron tres: *Grupo Modelo*, *Jugos del Valle* y *Grupo Simec*, para completar con cuatro en 1993: *Dixon Ticonderoga*, *Hylsamex*, *Coca Cola Femsa*⁵⁹, *Grupo Nutrisa*. Este grupo de cuarenta estuvo completo hasta 1999. La última cotización de *Qtel* fue en 2003⁶⁰, de *Pepsi (Gemex)* en 2001, y de *Dina* y Tubos de Acero México (*Tamsa*) en 2003. El caso de la empresa *Camesa* fue peculiar dado que reportó en 1990, pero para 1991 y 1992 no hubo información desagregada para poder realizar los cálculos, por lo que el periodo de análisis para esta empresa inició en 1993. Con *Qtel* la situación es similar, ya que a pesar de que siguió cotizando hasta 2003, ya no reportó ingresos significativos desde 1999, con lo cual el cálculo se recorrió a 1998. Para las demás empresas de la muestra fue posible obtener los datos para el periodo de 1990 a 2003⁶¹.

pero se eligió porque es la clasificación que se utiliza para la región del Tratado de Libre Comercio con América del Norte (TLCAN), lo cual servirá para estudios comparados de GEM en el futuro.

⁵⁷ En la muestra de Singh y Hamid no es posible conocer las empresas que se incluyeron.

⁵⁸ En los cuadros aparecerá el nombre de la empresa con mayúsculas como en la BMV.

⁵⁹ *Coca Cola Femsa* aparece como *Kof* en la BMV porque es la clave de cotización, por lo cual a lo largo del texto se puede utilizar indistintamente.

⁶⁰ Sin embargo, en 1999 anunció que dejaría de cotizar y la información presentada a la BMV fue muy imprecisa a partir de esto, por lo cual algunos de los cálculos son hasta 1999.

⁶¹ Esta es la razón por la que el periodo de análisis en este capítulo será de 1990 a 2003.

Cuadro 2.1
Muestra de Grandes Empresas Manufactureras (1990-2003)

Empresa	Sector Económico	Sector NAICS a/	Clave de Codificación
Altos Hornos de México	Siderurgia y Metalurgia	Industria básica del hierro y el acero	Ahmsa
Alfa S.A. A.	Siderurgia y Metalurgia	Fabricación de productos metálicos forjados y troquelados	Alfa
Apasco S.A.	Minerales no Metálicos	Fabricación de cemento y productos de concreto	Apasco
Bimbo Gpo A	Alimentos y Bebidas	Elaboración de productos de panadería y tortilla	Bimbo
Camesa Gpo Ind	Siderurgia y Metalurgia	Fabricación de alambre, productos de alambre y resortes	Camesa
Cementos Chihuahua	Minerales no Metálicos	Fabricación de cemento y productos de concreto	Cementos Chihuahua
Cemex S.A. ADR	Minerales no Metálicos	Fabricación de cemento y productos de concreto	Cemex
Coca Cola Femsa ADR KOF	Alimentos y Bebidas	Industria de las bebidas	Coca Cola Femsa
Corp Moctezuma	Minerales no Metálicos	Fabricación de cemento y productos de concreto	CMoctezuma
Dina Grupo	Vehículos y Pieza	Fabricación de automóviles y camiones	Dina
Dixon Ticonderoga	Otros	Otras industrias manufactureras	Dixon
Ecko	Siderurgia y Metalurgia	Fabricación de productos metálicos forjados y troquelados	Ecko
Empaques Ponderosa B	Papel y Celulosa	Fabricación de celulosa, papel y cartón	Ponderosa
GEmb Unidas B	Alimentos y Bebidas	Industria de las bebidas	Gembunidas
Gind. Saltillo	Minerales no Metálicos	Fabricación de productos a base de arcillas y minerales refractarios	Gind. Saltillo
GMacma, S.A. B	Alimentos y Bebidas	Elaboración de productos de panadería y tortilla	Macma
GModelo C	Alimentos y Bebidas	Industria de las bebidas	GModelo
Gruma S.A. de C.V. B	Alimentos y Bebidas	Molienda de granos y semillas oleaginosas	Gruma
Grupo Continental	Alimentos y Bebidas	Industria de las bebidas	Grupo Continental
Grupo Durango A	Papel y Celulosa	Industria del papel	Grupo Durango
Herdez S.A	Alimentos y Bebidas	Conservación de frutas, verduras y guisos	Herdez
Hylsamex B	Siderurgia y Metalurgia	Fabricación de productos de hierro y acero	Hylsamex
Ind. Automotriz S.A	Vehículos y Pieza	Fabricación de partes para vehículos automotores	Iasa
Industrias CH B	Siderurgia y Metalurgia	Fabricación de herramientas de mano sin motor y utensilios de cocina	Ichb
Kimberly Clark Mex A	Papel y Celulosa	Fabricación de productos de papel y cartón	Kimberly
Maseca GI ADR	Alimentos y Bebidas	Molienda de granos y semillas oleaginosas	Maseca
Nutrisa Gpo	Comercio	Tienda de alimentos especiales	Nutrisa
Parras Cfa Inds	Textil	Fabricación de telas	Parras
Pepsigx (Gemex) ADR	Alimentos y Bebidas	Industria de las bebidas	Pepsi
Q.B. Industrias A	Química	Fabricación de productos químicos básicos	QB Industrias
Qtel S.A. B	Transporte Servicios	Transporte por ferrocarril	Qtel
Qumma Gpo S.A. de B	Otros	Edición de periódicos, revistas, libros y similares	Qumma
Regio Empresas B	Química	Fabricación de productos químicos básicos	Regio Empresas
San Luis Corporativo A	Maquinaria Industrial	Fabricación de maquinaria y equipo	San Luis Corporativo
Savia A	Agro & Pesca	Cultivo de granos y semillas oleaginosas	Savia
Simec Grupo ADR	Siderurgia y Metalurgia	Fabricación de estructuras metálicas y productos de herrería	Simec
Synkro Industrias A	Textil	Tejido de prendas de vestir de punto	Synkro
Tubos de Acero Mex	Siderurgia y Metalurgia	Fabricación de productos de hierro y acero	Tamsa
Valle Jugos del B	Alimentos y Bebidas	Industria de las bebidas	Jugos del Valle
Vitro A	Minerales no Metálicos	Fabricación de vidrio y productos de vidrio	Vitro

a/ Último disponible.

Fuente: Elaboración propia con base a la información de la BMV (2008).

2.2 LA MUESTRA

Para hacer comparable el análisis entre las GEM durante el periodo señalado en este estudio, se utilizó como base el IPC del 31 de diciembre de 1993 para ajustar todos los datos a precios constantes. La información fue recopilada a partir de los estados financieros y hojas de balance que cada una de las empresas reportó a la BMV. El análisis se desarrolló sobre la base de la metodología de Singh y Hamid, utilizando una muestra de cuarenta GEM, en el periodo de 1990 a 2003.

Los sectores con mayor participación en la muestra, medida por el número de GEM, fueron: Alimentos y Bebidas, Siderurgia y Metalurgia, Minerales no Metálicos con un 27.5, 20 y 15 por ciento, respectivamente en 1990. Sin embargo, después de la cancelación de algunas empresas las proporciones variaron. Por ejemplo, en 2003, el sector Alimentos y Bebidas representó el 32.3 por ciento; Siderurgia y Metalurgia 19.4 por ciento y Minerales no Metálicos 16.1 por ciento. En el caso del sector Química la situación es distinta, ya que las dos empresas fueron canceladas.

Por último, debe tomarse en cuenta que de acuerdo con la clasificación NAICS, la mayoría de las GEM de la muestra tienen actividades básicas, de medio o bajo valor agregado, ubicándose en la línea de productos basados en industrias básicas, alimentos y bebidas. Las más tradicionales se asientan en actividades en el área de las manufacturas destinadas a mercados masivos, como el de las bebidas sin alcohol, cerveza y los productos alimenticios. La especialización de este tipo de empresas se ubica en sectores de tecnología madura, estrechamente vinculados al procesamiento de recursos naturales (Mortimore y Peres 2001: 26). En la década de los noventa se dio un proceso de internacionalización⁶² de las empresas de los países en desarrollo, no obstante, las empresas asiáticas se centran en la producción de bienes de alto contenido tecnológico a diferencia de las latinoamericanas.

A continuación se presentan los datos obtenidos del análisis de la muestra de GEM para México con base en la metodología propuesta por Singh y Hamid.

El análisis se divide en cuatro apartados:

- Tamaño de la empresa y actividad empresarial.
- Financiamiento del crecimiento empresarial.
- Estructura del capital de las empresas.
- Retorno de dividendos.

⁶² A partir de la década de los noventa cambiaron en México las condiciones económicas. Ello produjo la internacionalización de las grandes empresas en un proceso de expansión de las empresas hacia otros mercados mediante IED. En primer lugar se dirigen hacia América del Norte, lo cual se acentúa por la firma del TLCAN y después a Europa y Asia a través de los acuerdos de libre comercio (UNTACD 1999, CEPAL 2006).

Singh y Hamid plantearon en su trabajo la valuación de mercado y retorno de dividendos, pero para el caso de México no realizaron la primera por falta de información al respecto. Para esta investigación únicamente se analizará el retorno de dividendos ya que estimar la valuación del mercado implicaría un gran esfuerzo de acopio de información sobre el precio de las acciones para el periodo. Ello representaría plantear una línea diferente de investigación⁶³.

2.3 TAMAÑO DE LA EMPRESA Y ACTIVIDAD EMPRESARIAL

Este grupo comprende las siguientes variables: tamaño, crecimiento y tasas de retorno.

TAMAÑO

El tamaño de las empresas está determinado tanto por sus ventas como por sus activos netos, que equivalen a los activos totales menos los activos corrientes.

En general, el tamaño de las empresas puede ser representado por muy distintos indicadores como empleo, patrimonio neto o activos totales. Sin embargo, estas diferentes medidas tienden a estar altamente correlacionadas y las aquí usadas han sido ampliamente utilizadas en otros estudios en economías desarrolladas⁶⁴. En términos económicos, los activos netos se interpretan como el valor de largo plazo empleado en la empresa, ya sea de accionistas o acreedores. Como distintos temas en las finanzas corporativas están relacionados a cuestiones de eficiencia en el uso del capital de la empresa, los activos netos no presentan problemas de “contabilidad” y resultan un mejor indicador de tamaño que las ventas (Singh y Hamid, 1992: 16-17), reflejando la forma cómo se financia la empresa.

⁶³ La BMV no proporciona esta información al público en general, en algunos diarios de circulación nacional aparece publicada, pero la recopilación de la información implicaría un esfuerzo adicional muy grande, que merece otra investigación.

⁶⁴ Diversos estudios con resultados empíricos utilizan diferentes indicadores para cuantificar el tamaño de las empresas y la correlación entre estas variables, entre ellos están Singh y Whittington (1975), Meeks y Whittington (1976), Kumar (1984), Goudie y Meeks (1986).

En el análisis se utilizan tres tipos de indicadores para las variables de tamaño⁶⁵:

- a) Tamaño de apertura.
- b) Tamaño de cierre.
- c) Tamaño promedio (1990-2003).

CRECIMIENTO

Para cada empresa, se calcularon las tasas medias anuales de crecimiento⁶⁶ para todo el periodo (1990-2003) de:

- a) Crecimiento activos netos.
- b) Crecimiento ventas.

TASAS DE RETORNO

Se calcularon dos medidas diferentes de rentabilidad:

- a) Tasa de retorno de los activos netos antes de impuestos.
- b) Tasa de retorno de los activos netos después de impuestos.

Siguiendo esta lógica, para determinar el grado de fiscalización se calculó el cambio en las tasas de retorno como la diferencia entre las tasas de corto plazo de inicio y fin del periodo⁶⁷. Lo anterior tuvo como finalidad determinar si existía o no alguna diferencia en el pago de impuestos de las GEM.

⁶⁵ La descripción de la metodología de los indicadores se encuentra en el Anexo del Capítulo II.

⁶⁶ Las tasas medias anuales de crecimiento se calcularon mediante la fórmula: Valor reportado en el año final entre el valor reportado en el año inicial, entre el número de años del periodo de estudio.

⁶⁷ Véase cuadro anexo 1.2.

Cabe hacer una aclaración metodológica: cuando en la tasa de retorno se indica un signo negativo ello significa que la GEM no reporta utilidades, mientras que cuando presenta un signo negativo en el grado de fiscalización ello indica que está pagando impuestos. Es decir, que sus utilidades están sometidas a fiscalización, por lo que si el signo es positivo, la empresa se halla en pérdida fiscal.

Los resultados de estos cálculos se resumen a continuación en el cuadro 2.2. La selección de variables es compatible con la que realizaron Singh y Hamid (1992). Al inicio del periodo de análisis -en los primeros años de la década de los noventa- las empresas pagaron menos impuestos, lo cual se explica porque las reformas estructurales de finales de los ochenta conformaban un ambiente propicio para que las grandes empresas se desarrollaran. Sin embargo, la crisis de 1995 y la de 2001 cambiaron las condiciones de la economía mexicana, en materia fiscal hubo aumentos en las tasas, por lo que las GEM incrementaron el pago de impuestos al final de dicho periodo.

Cuadro 2.2
Tamaño de la Empresa y Actividad Empresarial. (Promedio 1990-2003)

Empresa	Tamaño Promedio (Activos) a/	Crecimiento de		Tasa de Retorno de los Activos Netos		Grado de Fiscalización b/
		Activos Netos b/	Ventas b/	Antes de Impuestos b/	Después de Impuestos b/	
Ahmsa	7,332,438.00	2.04	-0.78	1.99	1.66	-2.49
Alfa	12,878,050.00	4.04	1.51	6.29	5.16	-1.84
Apasco	3,343,603.00	4.33	7.25	11.38	8.19	7.98
Bimbo	4,155,227.00	7.57	7.31	10.17	5.19	-6.28
Camesa	518.35	7.27	15.29	11.01	8.87	2.23
Cementos Chihuahua	1,001,977.00	9.56	8.08	7.61	6.71	-2.16
Cemex	26,551,335.00	8.80	9.74	7.99	7.16	0.93
CMoctezuma	471.90	11.20	13.28	19.70	13.95	12.04
Coca Cola Femsá	2,816,011.00	25.08	15.23	11.16	7.14	-0.18
Dina	1,026,948.00	-3.95	-20.63	-1.94	-7.95	27.03
Dixon	19.18	2.94	9.32	23.73	16.44	-6.07
Ecko	68.67	-2.19	4.08	-1.10	-2.82	-7.15
Gembunidas	395.45	6.56	7.09	11.95	7.51	2.53
Gind. Saltillo	1,167,043.00	6.09	2.01	16.37	9.98	-6.83
GModelo	7,300,916.00	6.32	6.15	16.27	9.42	3.91
Gruma	3,241,892.00	9.73	5.00	7.39	6.05	-1.34
Grupo Continental	1,296,211.00	1.56	3.99	19.55	11.29	10.19
Grupo Durango	2,772,811.00	4.07	9.31	4.48	3.88	-2.58
Herdez	344.89	8.92	3.84	20.88	14.98	-5.23
Hylsamex	6,030,962.00	3.19	2.77	4.23	3.18	-1.67
Iasa	273.77	0.36	-16.12	-3.55	-3.89	-3.63
Ichb	543.46	15.50	14.25	9.96	8.98	-0.38
Jugos del Valle	338.74	10.92	9.34	-0.34	-1.37	-4.38
Kimberly	3,424,360.00	5.30	1.89	25.45	15.51	-6.76
Macma	84.11	-4.66	-8.44	-1.64	-1.72	-1.40
Maseca	1,047,983.00	3.96	-0.71	19.55	14.17	-9.97
Nutrisa	12.69	2.26	7.92	8.23	5.81	-8.28
Parras	564.96	10.45	5.63	0.88	0.51	-5.92
Pepsi	1,666,515.00	15.53	13.88	9.01	7.94	-3.83
Ponderosa	885.32	-14.82	-100.00	-0.82	-1.25	-1.35
QB Industrias	43.98	9.36	5.73	-2.53	-2.23	-1.95
Qtel	80.70	-20.82	-9.83	-18.91	-19.95	2.65
Qumma	195.08	-1.75	-6.93	-2.09	-2.47	-1.94
Regio Empresas	59.32	-0.50	-2.13	8.00	5.44	-3.08
San Luis Corporativo	1,259,672.00	5.70	7.37	4.43	4.21	0.08
Savia	3,104,454.00	-3.07	-13.03	3.60	1.75	1.71
Simec	1,304,593.00	1.25	-0.27	5.79	5.18	1.18
Synkro	478.34	-19.25	-33.33	-13.47	-14.80	9.51
Tamsa	2,722,821.00	-4.19	2.72	6.30	3.33	2.18
Vitro	9,345,280.00	-5.22	-4.09	3.80	1.93	-3.82

a/ Millones de pesos constantes base 1993.

b/ Porcentaje.

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros reportados a la BMV (2008).

Con la finalidad de determinar el comportamiento de las empresas de acuerdo con el tamaño, se ordenaron los resultados por el *ranking*, de mayor a menor, en cuanto a los activos netos promedio y se conformaron cuatro grupos de diez empresas cada uno. En el cuadro 2.3 se muestran los grupos de acuerdo con esta clasificación.

Cabe hacer una anotación metodológica en referencia sobre estos grupos. En el trabajo de Singh y Hamid se presenta la información de las empresas por cuartiles. Para esta

investigación no se consideró pertinente utilizarlos porque se pierde el nivel analítico para esta muestra. Tan sólo *Cemex* representa el 25 por ciento de la muestra por lo que a pesar que se trata de grandes empresas, el conjunto no es homogéneo, por lo que tendrán características particulares que explican diferentes comportamientos en su financiamiento⁶⁸.

Cuadro 2.3

Grupo de Empresas Dentro de la Muestra

Posición de Acuerdo a Tamaño de la Empresa. Promedio (1990-2003)

Grupo 1			Grupo 2		
Posición	Empresas	Tamaño Promedio (Activos) a/	Posición	Empresas	Tamaño Promedio (Activos) a/
1	Cemex	26,551,335	11	Savia	3,104,454
2	Alfa	12,878,050	12	Coca Cola Femsa	2,816,011
3	Vitro	9,345,280	13	Grupo Durango	2,772,811
4	Ahmsa	7,332,438	14	Tamsa	2,722,821
5	GModelo	7,300,916	15	Pepsi	1,666,515
6	Hylsamex	6,030,962	16	Simec	1,304,593
7	Bimbo	4,155,227	17	Grupo Continental	1,296,211
8	Kimberly	3,424,360	18	San Luis Corporativo	1,259,672
9	Apasco	3,343,603	19	Gind. Saltillo	1,167,043
10	Gruma	3,241,892	20	Maseca	1,047,983
Grupo 3			Grupo 4		
Posición	Empresas	Tamaño Promedio (Activos) a/	Posición	Empresas	Tamaño Promedio (Activos) a/
21	Dina	1,026,948	31	Jugos del Valle	339
22	Cementos Chihuahua	1,001,977	32	Iasa	274
23	Ponderosa	885	33	Qumma	195
24	Parras	565	34	Macma	84
25	Ichb	543	35	Qtel	81
26	Camesa	518	36	Ecko	69
27	Synkro	478	37	Regio Empresas	59
28	CMoctezuma	472	38	QB Industrias	44
29	Gembunidas	395	39	Dixon	19
30	Herdez	345	40	Nutrisa	13

a/ Millones de pesos constantes base 1993.

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros reportados a la BMV (2008).

Para el promedio general por tamaño de activos se observa que existe una marcada diferencia entre los grupos, pero en cuanto a crecimiento es muy diferenciado y destaca el crecimiento negativo de las ventas de los Grupos 3 y 4 (cuadro 2.4). Esto se explica por la contracción de la demanda interna en el periodo. Asimismo, debe señalarse que los

⁶⁸ El insumo principal para el análisis de Singh y Hamid son los activos netos, y no los ingresos, por lo cual en el capítulo siguiente se estudiarán los ingresos y pasivos por tipo de moneda.

promedios de cada grupo son aritméticos y no ponderados por el tamaño de las empresas que lo conforman.

Cuadro 2.4
Tamaño de la Empresa y Actividad Empresarial. Promedio (1990-2003)
Grupos de Empresas

Variable	Grupo 1	Grupo 2	Grupo 3	Grupo 4
Tamaño Promedio (activos) a/	8,360,406	1,915,811	623.160	117.624
Participación dentro de la muestra	75.88	17.39	5.65	1.1
Crecimiento de activos netos b/	4.61	5.6	3.14	-0.41
Crecimiento Ventas b/	3.68	4.05	-8.65	-0.71
Tasa de Retorno de los Activos Netos Antes de Impuestos b/	9.5	10.03	6.58	0.98
Tasa de Retorno de los Activos Netos Después de Impuestos b/	6.34	6.89	3.75	-0.67
Grado de Fiscalización b/	-1.14	-0.81	3.83	-3.52

a/ Millones de pesos constantes base 1993.

b/ Porcentaje.

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros reportados a la BMV (2008).

En el cuadro 2.4 se observa que en cuanto a la tasa de crecimiento de los activos netos, el Grupo 2 tuvo un promedio mayor que los demás grupos, 20 por ciento mayor que el Grupo 1, el Grupo 3 es más del triple que el que el Grupo 4, lo cual indica que este último grupo tuvo que vender activos por su decrecimiento en las ventas. Lo que se puede destacar de estos resultados es que el Grupo 4 tiene tasas de crecimiento negativas en activos y ventas, lo que es proporcional. En cuanto al Grupo 3, este registró crecimiento en sus activos netos, sin embargo el decremento de las ventas fue el más significativo de los 4 grupos, por lo que suponemos que el Grupo 3 utilizó deuda para incrementar sus activos netos a pesar de no tener ventas, lo que llama la atención en comparación con el Grupo 4 que registró un comportamiento *normal* respecto a las condiciones económicas de los años noventa. En la tasa de retorno de los activos netos antes de impuestos en el largo plazo (LP), los grupos 1 y 2 tienen valores por encima de la media de la muestra (6.77 por ciento), siendo el segundo el que tiene la tasa mayor con 10.03 por ciento, mientras que los grupos 3 y 4 tienen tasas muy diferenciadas, 6.58 por ciento y 0.98 por ciento, respectivamente (cinco puntos porcentuales). Cuando se revisan las tasas de retorno después de impuestos se

observa que la diferencia entre los grupos 1 y 2 se reduce a medio punto porcentual, y en los grupos 3 y 4 la diferencia se reduce a cuatro puntos porcentuales. Con respecto al grado de fiscalización, las tasas negativas de los grupos 1, 2 y 4 implican que al final del periodo tuvieron mayor fiscalización que al inicio.

En conjunto, los resultados sobre el tamaño y actividad de las GEM indican que las empresas que tienen mayor crecimiento de activos netos y ventas son las que registran menor grado de fiscalización, mientras sucede lo contrario con las de menor crecimiento. Inclusive el Grupo 4 presenta una negativa tasa de retorno de activos netos después de impuestos. De lo anterior suponemos que se explica porque su capacidad de negociación y deducibilidad no están tan desarrolladas como las de mayor tamaño.

El Grupo 3 resalta de entre los demás por no confirmar la tendencia; registra crecimiento de activos aun cuando sus ventas decrecen. Los datos reflejan que este grupo es el único con una tasa positiva de grado de fiscalización, por lo que parecería que no vende, no paga, y sin embargo crece. No obstante hay que tener reservas con este comentario, ya que debido a esta metodología se pierde la situación particular de cada GEM.

Cuadro 2.5
Tamaño de la Empresa y Actividad Empresarial. Promedio (1990-2003)
Grupo 1: Empresas de la Posición 1 a 10

Empresa	Tamaño Promedio (Activos) a/	Crecimiento de		Tasa de Retorno de los Activos Netos		Grado de Fiscalización b/
		Activos Netos b/	Ventas b/	Antes de Impuestos (LP) b/	Después de Impuestos (LP) b/	
1 Cemex	26,551,335	8.8	9.74	7.99	7.16	0.93
2 Alfa	12,878,050	4.04	1.51	6.29	5.16	-1.84
3 Vitro	9,345,280	-5.22	-4.09	3.8	1.93	-3.82
4 Ahmsa	7,332,438	2.04	-0.78	1.99	1.66	-2.49
5 GModelo	7,300,916	6.32	6.15	16.27	9.42	3.91
6 Hylsamex	6,030,962	3.19	2.77	4.23	3.18	-1.67
7 Bimbo	4,155,227	7.57	7.31	10.17	5.19	-6.28
8 Kimberly	3,424,360	5.3	1.89	25.45	15.51	-6.76
9 Apasco	3,343,603	4.33	7.25	11.38	8.19	7.98
10 Gruma	3,241,892	9.73	5	7.39	6.05	-1.34
Promedio General	2,754,250	3.24	-0.41	6.77	4.08	-0.41
Promedio Grupo 1	8,360,406	4.61	3.68	9.50	6.35	-1.14
Desv. Est. Grupo 1	7,097,027	4.24	4.21	6.98	4.11	4.48

a/ Millones de pesos constantes base 1993.

b/ Porcentaje.

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros reportados a la BMV (2008).

El cuadro 2.5 deja claro que el Grupo 1 tuvo el siguiente comportamiento: 1) La participación dentro de la muestra en lo referente a los activos netos es de 76 por ciento con

una media de 8 millones 360 mil 406 pesos. 2) El crecimiento promedio de los activos netos es de 4.61 por ciento. 3) El crecimiento promedio de las ventas fue positivo en 3.68 por ciento. 4) En el largo plazo, las tasas de retorno de los activos netos antes y después de impuestos representaron en promedio 9.50 por ciento y 6.35 por ciento, respectivamente. La diferencia entre ambas (-3.16 por ciento) explica el grado de fiscalización a las utilidades. La desviación estándar de los activos netos del Grupo 1 es de 7 millones 97 mil 27 pesos, lo que implica una disparidad alta al interior del mismo.

Al interior del grupo se obtuvo que entre *Cemex* (la primera) y *Gruma* (la última) existe una relación de 8 a 1 por el tamaño por sus activos netos. Prácticamente va disminuyendo con el resto de las empresas. La GEM con mayor crecimiento durante el periodo de estudio es *Gruma* con una tasa media anual de crecimiento de 9.73 por ciento. *Vitro* fue la única con tasa negativa de -5.22 por ciento. Las empresas con valores por encima del promedio del grupo fueron *Cemex*, *Grupo Modelo*, *Bimbo*, *Kimberly Clark* y *Gruma*, y de la muestra son prácticamente todas con excepción de *Vitro*, *Hylsamex* y *Ahmsa*. Las empresas que están por encima del promedio del grupo son grandes multinacionales y casualmente las de mayor proyección e inversión en el mercado extranjero.

Por otra parte, el crecimiento de las ventas de las empresas de este grupo no mantuvo un comportamiento similar al de los activos netos, siendo la de mayor crecimiento *Cemex* y la última *Vitro*, que incluso registra un crecimiento negativo. Por encima del promedio del grupo estuvieron *Cemex*, *Grupo Modelo*, *Bimbo*, *Apasco* y *Gruma*; las colocadas por debajo del promedio del grupo pero por encima del promedio de la muestra fueron *Alfa* y *Apasco*. *Alfa* al igual que *Ahmsa* pertenecen al sector siderúrgico que al inicio de los noventa enfrentaron una crisis como efecto de la apertura comercial, pero a mediados de esa década inició un crecimiento de las exportaciones y de la demanda interna. Debe señalarse que en ese periodo se emprendieron programas de modernización siderúrgicos.

Las empresas del sector se involucraron en la constitución de alianzas comerciales con el fin de agruparse, racionalizar sus operaciones, ahorrar costos, incrementar la explotación del trabajo y adecuarse a un mercado flexible. Se trató de acciones estratégicas que

buscaban una mayor flexibilidad y competencia en el mercado nacional ante las diversas y potenciales opciones de comercialización mundial. Luego de cuatro años de privatización, el sector siderúrgico empezó a concretar numerosas alianzas tecnológicas, comerciales, adquisiciones y coinversiones (Martínez 2003). En esos años, la industria siderúrgica logró un nivel de producción récord en su historia ya que la devaluación propició que sus productos se volvieran más competitivos en el mercado interno y externo (Hernández, *et al.* 1997), por lo que el caso de la suspensión de pagos en *Ahmsa* fue muy particular. Para esta investigación se considera y se observa un modo de gobierno corporativo que atiende más a un problema de incapacidad empresarial y políticas discrecionales que a la competencia derivada por la apertura.

De vuelta al tema de los resultados de todo el grupo, en el caso de las tasas de retorno de los activos netos antes de impuestos, la empresa con mayor porcentaje fue *Kimberly Clark* con 25.45 por ciento, mientras que la menor fue *Ahmsa* con 1.99 por ciento. Por encima del promedio del grupo se encuentran *Grupo Modelo*, *Apasco* y *Bimbo*; y del promedio general de la muestra están además *Cemex* y *Gruma*. En las tasas después de impuestos *Vitro*, *Ahmsa* e *Hylsamex* no superan nuevamente el promedio general ni el del grupo.

Para el grado de fiscalización de las empresas de este grupo se observó que siete de ellas tuvieron una tasa negativa, esto es que al final del periodo analizado, la carga impositiva fue mayor en comparación al inicio del periodo. Los valores positivos en esta tasa pertenecen a *Cemex*, *Grupo Modelo* y *Apasco*. Cabe señalar que el valor inicial de la segunda (*Grupo Modelo*) fue el promedio correspondiente a los años 1992 y 1993. Debe observarse que en la metodología de Singh y Hamid se toma como año inicial normalmente al del inicio del periodo de estudio o el primero disponible como en este caso.

Cuadro 2.6
Tamaño de la Empresa y Actividad Empresarial. Promedio (1990-2003)
Grupo 2: Empresas de la Posición 11 a 20

Empresa	Tamaño Promedio (Activos) a/	Crecimiento de		Tasa de Retorno de los Activos Netos		Grado de Fiscalización b/
		Activos Netos b/	Ventas b/	Antes de Impuestos b/	Después de Impuestos b/	
11 Savia	3,104,454	-3.07	-13.03	3.6	1.75	1.71
12 Coca Cola Femsá	2,816,011	25.08	15.23	11.16	7.14	-0.18
13 Grupo Durango	2,722,811	4.07	9.31	4.48	3.88	-2.58
14 Tamsa	2,772,821	-4.19	2.72	6.38	3.33	2.18
15 Pepsi	1,666,515	15.53	13.88	9.01	7.94	-3.83
16 Simec	1,304,593	1.25	-0.27	5.79	5.18	1.18
17 Grupo Continental	1,296,211	1.56	3.99	19.55	11.29	10.19
18 San Luis Corporativo	1,259,672	5.7	7.37	4.43	4.21	0.08
19 Gind. Saltillo	1,167,043	6.09	2.01	16.37	9.98	-6.83
20 Maseca	1,047,983	3.96	-0.71	19.55	14.17	-9.97
Promedio General	2,754,250	3.24	-0.41	6.77	4.08	-0.41
Promedio Grupo 2	1,915,811	5.60	4.05	10.03	6.89	-0.81
Desv. Est. Grupo 2	828,176	8.75	8.16	6.31	3.96	5.52

a/ Millones de pesos constantes base 1993.

b/ Porcentaje.

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros reportados a la BMV (2008).

En el cuadro 2.6 se observa que el Grupo 2 tuvo el siguiente comportamiento: 1) La participación dentro de la muestra en lo referente a los activos netos fue de 17 por ciento con una media de 1 millón 915 mil, 811 pesos. 2) El crecimiento promedio de los activos netos fue de 5.60 por ciento. 3) El crecimiento promedio de las ventas fue positivo en un 4.05 por ciento. 4) En el largo plazo, las tasas de retorno de los activos netos antes y después de impuestos en promedio representaron un 10.03 por ciento y 6.89 por ciento respectivamente, la diferencia entre ambas (-3.14 por ciento) explica el grado de fiscalización a las utilidades. La desviación estándar de los activos netos del Grupo 2 fue de 828 mil 176 pesos.

Al interior del grupo se registró que entre *Savia* -la primera- y *Maseca* -la última- existe una relación por el tamaño de sus activos netos, entre la primera y la segunda de poco más del doble. Cabe señalar que con el resto de las empresas se da una relación entre 2 y 1.5 veces. *Coca Cola Femsá* o *Kof* y *Pepsi* fueron las empresas con mayor crecimiento en los activos netos durante el periodo de estudio con una tasa media anual de crecimiento de 25.08 y 15.53 por ciento, respectivamente. En el menor crecimiento con tasas negativas fueron *Tamsa*, y *Savia*, -4.19 y -3.07 por ciento. El resto de las empresas que registraron valores por encima del promedio del grupo fueron *San Luis Corporativo* y *Grupo Industrial*

Saltillo. Por su parte, *Grupo Durango* y *Maseca* están por debajo de este promedio pero por arriba del general.

En otro orden, también las empresas con mayor crecimiento en ventas fueron *Coca Cola Femsá* y *Pepsi* con 15.23 y 13.88 por ciento, respectivamente, y las de crecimiento negativo fueron *Savia*, *Maseca* y *Simec* con -13.03, -0.71 y -0.27 por ciento, respectivamente. Todas las empresas están por debajo del promedio del grupo con excepción de *Coca Cola Femsá*, *Grupo Durango*, *Pepsi* y *San Luis Corporativo*, que tienen valores positivos que van desde el 2 por ciento a más del 9 por ciento.

En el caso de las tasas de retorno de los activos netos antes de impuestos, las empresas con mayor porcentaje fueron *Grupo Continental* y *Maseca* con 19.55 por ciento, la menor es *Savia* con 3.60 por ciento. Por encima del promedio del grupo están *Coca Cola Femsá* y *Grupo Industrial Saltillo*, ambas con tasas de 11.16 y 16.37 por ciento. Por encima del promedio general de la muestra está *Pepsi*, y por debajo *Tamsa*, *Grupo Durango*, *Simec*, *San Luis Corporativo* y *Savia*. En las tasas después de impuestos la situación es similar a la anterior: hay seis empresas con valores por encima y cuatro por debajo del promedio del grupo de la muestra.

En el grado de fiscalización de las empresas, cinco tuvieron una tasa positiva al fin del periodo, siendo la mayor *Grupo Continental* con 10.19 por ciento. Ello significa que al inicio era mayor la carga impositiva que al final. El resto tuvo una tasa negativa con valores que oscilan entre -0.18 y -10 por ciento.

Conforme disminuye el tamaño de las empresas enfrentan mayores problemas. En el Grupo 3, las empresas que reportaron menor crecimiento en sus activos y sus ventas fueron *Synkro*, *Ponderosa* y *Dina*, en el Grupo 4, también *Qtel*, *Macma*, *Ecko*, *Qumma* y *Regio Empresas* enfrentan problemas de decremento de activos y ventas.

El Grupo 3 tiene el siguiente comportamiento: 1) La participación dentro de la muestra en lo referente a los activos netos fue de 6 por ciento con una media de 203 mil 313 pesos; 2)

el crecimiento promedio de los activos netos fue de 3.14 por ciento; 3) el crecimiento promedio de las ventas fue negativo en -8.65 por ciento. 4) En el largo plazo, las tasas de retorno de los activos netos antes y después de impuestos en promedio representaron 6.58 por ciento y 3.75 por ciento respectivamente. La diferencia entre ambas (-2.83 por ciento) explica el grado de fiscalización a las utilidades, que fue menor que en los dos grupos anteriores. La desviación estándar de los activos netos del Grupo 3 es de 427 mil 554 pesos.

Cuadro 2.7
Tamaño de la Empresa y Actividad Empresarial. Promedio (1990-2003)
Grupo 3: Empresas de la Posición 21 a 30

Empresa	Tamaño Promedio (Activos) a/	Crecimiento de		Tasa de Retorno de los Activos Netos		Grado de Fiscalización b/
		Activos Netos b/	Ventas b/	Antes de Impuestos (LP) b/	Después de Impuestos (LP) b/	
21 Dina	1,026,948	-3.95	-20.63	-1.94	-7.95	27.03
22 Cementos Chihuahua	1,001,977	9.56	8.08	7.61	6.71	-2.16
23 Ponderosa	885.318	-14.82	-100	-0.82	-1.25	-1.35
24 Parras	564.959	10.45	5.63	0.88	0.51	-5.92
25 Ichb	543.463	15.5	14.25	9.96	8.98	-0.38
26 Camesa	518.353	7.27	15.29	11.01	8.87	2.23
27 Synkro	478.340	-19.25	-33.33	-13.47	-14.8	9.51
28 CMoctezuma	471.902	11.2	13.28	19.7	13.95	12.04
29 Gembunidas	395.450	6.56	7.09	11.95	7.51	2.53
30 Herdez	344.892	8.92	3.84	20.88	14.98	-5.23
Promedio General	2,754,250	3.24	-0.41	6.77	4.08	-0.41
Promedio Grupo 3	203,313	3.14	-8.65	6.58	3.75	3.83
Desv. Est. Grupo 3	427,554	11.78	35.84	10.54	9.56	10.00

a/ Millones de pesos constantes base 1993.

b/ Porcentaje.

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros reportados a la BMV (2008).

En el cuadro 2.7, se aprecia una correspondencia al interior del grupo debido al tamaño de sus activos netos. De esta forma, que entre *Dina* (la primera) y *Herdez* (la última) se da una relación de dos y medio a uno, proporción menor que en el grupo anterior, la cual tiende a disminuir. La empresa con mayor crecimiento en los activos netos es *Cementos Moctezuma* con una tasa media anual de 11.2 por ciento. Las de menor crecimiento y tasas negativas fueron *Synkro*, *Ponderosa* y *Dina*, con -19.25, -14.82 y -3.95 por ciento, respectivamente. El resto de las empresas tienen valores por encima del promedio del grupo y de la muestra.

La empresa con el mayor crecimiento de las ventas fue *Camesa* con 15.29 por ciento seguida de *Ichb*⁶⁹ con 14.25 por ciento. Las de crecimiento negativo fueron *Ponderosa*

⁶⁹ Al igual que las empresas *Ahmsa*, *Alfa*, *Camesa*, *Ekco*, *Hylsamex*, *Grupo Simec* y *Tamsa*, *Industrias Ichb* pertenecen al sector Siderurgia y Metalurgia, que representan el 20 por ciento de las empresas de la muestra. De ellas, *Ahmsa* y *Tamsa* son las únicas que cancelaron sus operaciones y aunque siguieron cotizando en la

seguida de *Synkro* y *Dina*. Se destaca que las GEM siguen reportando en la BMV, en algunos casos ya no reportan ingresos en sus estados de resultados, con lo que la tasa de crecimiento disminuye drásticamente. El resto de las empresas se encuentra por encima del promedio del grupo y de la muestra (que son negativos).

En el caso de las tasas de retorno de los activos netos antes de impuestos, la empresa con mayor porcentaje fue *Herdez* con 20.88, seguida de *Cementos Moctezuma* con 19.7 por ciento; *Gembunidas* con 11.95 por ciento, mientras que la menor es *Synkro* con -13.47 por ciento, seguida de *Dina* y *Ponderosa* también con tasas negativas de -1.94 y -0.82 por ciento cada una. *Parras* registró una tasa muy baja (pero no negativa). Las demás empresas se encuentran por encima del promedio del grupo y de la muestra. Con respecto a las tasas después de impuestos, el valor máximo dentro del grupo pertenece a la empresa *Herdez* con el 14.98 por ciento, seguida de *Cementos Moctezuma* con 13.95 por ciento, mientras que los más bajos (y negativos) fueron los de *Synkro*, *Dina* y *Ponderosa*. El resto de las empresas está por encima del promedio de grupo con excepción de *Parras*.

En el grado de fiscalización de las empresas, cinco tienen una tasa positiva y el resto tasa negativa. El valor máximo correspondió a *Dina*, con 27.03 por ciento y el menor a *Parras* con -5.92 por ciento. No existe un patrón de relación entre el signo de la tasa de retorno y el signo del grado de fiscalización en tanto esto depende de las capacidades de cada GEM para gestionar su estrategia financiera y fiscal. Esto es, que cuando en la tasa de retorno se indica en negativo, la GEM no tiene utilidades, mientras que al presentar un signo negativo en el grado de fiscalización se indica que paga impuestos y a la inversa.

BMV, fue solamente para efecto de liquidar sus activos y demás obligaciones financieras. Particularmente Ahmsa inició un proceso de suspensión de pagos en 1999 y se declaró en quiebra en 2001. Cabe precisar que ambas, además de *Hylsamex*, pertenecían al subsector de Industria básica y fabricación de productos de hierro y acero.

Cuadro 2.8
Tamaño de la Empresa y Actividad Empresarial. Promedio (1990-2003)
Grupo 4: Empresas de la Posición 31 a 40

Empresa	Tamaño Promedio (Activos) a/	Crecimiento de		Tasa de Retorno de los Activos Netos		Grado de Fiscalización b/
		Activos Netos b/	Ventas b/	Antes de Impuestos b/	Después de Impuestos b/	
31 Jugos del Valle	338.74	10.92	9.34	-0.34	-1.31	-4.38
32 Iasa	273.77	0.36	-16.12	-3.55	-3.89	-3.63
33 Qumma	195.08	-1.75	-6.93	-2.09	-2.47	-1.94
34 Macma	84.11	-4.66	-8.44	-1.64	-1.72	-1.4
35 Qtel	80.70	-20.82	-9.83	-18.91	-19.95	2.65
36 Ecko	68.67	-2.19	4.08	-1.1	-2.82	-7.15
37 Regio Empresas	59.32	-0.5	-2.13	8.05	5.44	-3.08
38 QB Industrias	43.98	9.36	5.73	-2.53	-2.23	-1.95
39 Dixon	19.18	2.94	9.32	23.73	16.44	-6.07
40 Nutrisa	12.69	2.26	7.92	8.23	5.81	-8.28
Promedio General	2,754,250	3.24	-0.41	6.77	4.08	-0.41
Promedio Grupo 4	117.62	-0.41	-0.71	0.99	-0.67	-3.52
Desv. Est. Grupo 4	112.39	8.71	9.20	10.91	9.23	3.18

a/ Millones de pesos constantes base 1993.

b/ Porcentaje.

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros reportados a la BMV (2008).

En el cuadro 2.8 se observa que el comportamiento del Grupo 4 con los siguientes rasgos: 1) La participación dentro de la muestra en lo referente a los activos netos fue de 1 por ciento con una media de 117 mil, 624 pesos. 2) El crecimiento promedio de los activos netos fue de -0.41 por ciento que es el más bajo de todos los grupos y negativo. 3) El crecimiento promedio de las ventas también fue negativo, como en el Grupo 3, pero de 0.71 por ciento en magnitud menor. 4) Representaron en el largo plazo las tasas de retorno de los activos netos antes y después de impuestos en promedio al 0.98 por ciento y -0.67 por ciento respectivamente. La diferencia -1.65 por ciento- explica el grado de fiscalización a las utilidades. La desviación estándar de los activos netos del Grupo 4 es de 112 mil 390 pesos.

Al interior del grupo, entre *Jugos del Valle* -la primera- y *Nutrisa* -la última) se detectó una relación por el tamaño por sus activos netos de un poco más veintiséis a uno, siendo más amplia la diferencia entre ambas posiciones en comparación con el resto de los grupos. Pero la desviación estándar de este grupo (8.71 por ciento) indica una dispersión similar a la del Grupo 2, que fue de 8.75 por ciento. El crecimiento de los activos netos indica que la GEM de mayor en tamaño fue la que más creció durante el periodo, y el resto tuvo valores

por debajo de 3 por ciento, con excepción de la empresa *QB Industrias*, con 9.36 por ciento. Entre las tasas de crecimiento negativas -la más baja del grupo- se encuentra *Qtel*, que terminó sus operaciones.

Las GEM con el mayor crecimiento de las ventas fueron *Jugos del Valle* con 9.34 por ciento seguida de *Dixon* con 9.32 por ciento, con un crecimiento menor fueron *Nutrisa*, *QB Industrias* y *Ecko* con 7.92, 5.73 y 4.08 por ciento cada una. Con crecimiento negativo *Iasa*, *Qtel*, *Macma*, *Qumma* y *Regio Empresas*. Es preciso señalar nuevamente, como en el grupo anterior, que dada la metodología empleada, a pesar que las empresas siguen reportando en la BMV, en algunos casos ya no registran ingresos en sus estados de resultados, con lo que la tasa de crecimiento disminuye drásticamente.

En el caso de las tasas de retorno de los activos netos antes de impuestos, las empresas con mayor porcentaje fueron *Dixon* con 23.73 por ciento seguida de *Nutrisa* con 8.23 por ciento y *Regio Empresas* con 8.05 por ciento, mientras que el resto del grupo registró crecimiento negativo. Con respecto a las tasas después de impuestos, los valores máximos y positivos también los tuvieron estas empresas, *Dixon* con 16.44 por ciento, seguida de *Nutrisa* 5.81 por ciento y *Regio Empresas* con 5.44 por ciento, las demás empresas mostraron tasas negativas.

En el grado de fiscalización de las GEM, todas las empresas del Grupo 4 tuvieron una tasa negativa lo que implica que al final del periodo tuvieron mayor fiscalización que al inicio, *Qtel* fue la excepción, porque registró signo positivo, pero no hay que olvidar que dejó de publicar sus datos.

Luego de la presentación de los resultados de tamaño de activos y actividad empresarial por grupos, se presenta a continuación el punto de análisis de la metodología de Singh y Hamid (1992), que estima cómo se financia el crecimiento de las empresas.

2.4 FINANCIAMIENTO DEL CRECIMIENTO EMPRESARIAL: TASA DE RETENCIÓN Y FINANCIAMIENTO INTERNO Y EXTERNO DEL CRECIMIENTO

Este grupo de variables calculadas provee información acerca del financiamiento del crecimiento y de la retención de la empresa. Es preciso señalar que se consideró 1993 como año inicial de la investigación, ya que para ese periodo las empresas tuvieron mayor disponibilidad de información. Se utilizaron los siguientes indicadores.

TASA DE RETENCIÓN

Este indicador está representado por dos variables que miden, respectivamente, las proporciones de los beneficios retenidos por las GEM antes y después de impuestos. La tasa de retención después de impuestos fue claramente un mejor indicador que la de antes de impuestos, para la elección entre dividendos y retenciones de la empresa, no obstante se calcularon ambas medidas. Estas son un indicador robusto del grado de fiscalización de los beneficios de las empresas. Se calcularon para cada GEM las tasas de:

- a) Largo plazo (promedio de todo el periodo) y
- b) Cambio en la tasa de financiamiento interno del crecimiento, a partir de la diferencia en la tasa de inicio y final del corto plazo (valores promedio de los dos primeros y dos últimos años).

FINANCIAMIENTO DEL CRECIMIENTO

Los indicadores para medir el financiamiento del crecimiento de la empresa son: financiamiento interno, externo y cambio en la tasa de financiamiento interno de corto plazo. En el primero, la variable de financiamiento interno da la proporción del crecimiento de los activos netos de la empresa financiado por retenciones durante todo el periodo. El segundo tiene dos variables -por deuda de largo plazo y por emisión de acciones- que

miden la proporción del crecimiento de los activos netos que son financiados por fuentes externas a las GEM. La tercera proporciona información de los cambios en la proporción del financiamiento interno del crecimiento en el inicio del periodo (1993-1994) y al final (2000-2001).

En el cuadro 2.9 se presentan los resultados de las variables señaladas.

Cuadro 2.9
Financiamiento del crecimiento empresarial a/
(1993-2003)

Empresa	Tasa de Retención		Financiamiento		Tasa Externa de Financiamiento (Portafolio 1-(A-B))	Cambio en la Tasa de Financiamiento Interno del Crecimiento
			Interno del	Externo del		
	Antes de Impuestos	Después de Impuestos	Crecimiento			
		A	B	Largo Plazo		Corto Plazo
Ahmsa	100.00	100.00	12.67	-30.43	56.90	205.29
Alfa	88.53	85.73	-101.72	-26.90	174.82	89.21
Apasco	72.12	59.30	261.54	-45.20	-206.74	193.27
Bimbo	83.60	68.75	75.29	54.84	79.55	7.16
Camesa	97.55	96.52	121.57	52.15	30.58	247.22
Cementos Chihuahua	90.80	89.72	104.31	51.55	47.23	2,615.46
Cemex	93.71	92.94	134.45	23.22	-11.23	-17.46
CMoctezuma	96.38	94.77	168.57	0.00	-68.57	48.68
Coca Cola Femsa	91.57	86.47	24.51	47.38	122.87	-7.27
Dina	94.99	97.54	512.55	52.26	-360.29	368.45
Dixon	100.57	100.85	220.10	0.00	-120.10	83.48
Ecko	-402.85	-47.86	-29.79	31.53	161.31	-685.50
Gembunidas	79.39	66.99	133.04	1.75	-31.29	190.08
Gind. Saltillo	66.35	44.81	98.96	66.43	67.47	-40.15
GModelo	93.72	89.05	182.81	0.00	-82.81	26.01
Gruma	91.95	89.37	135.35	15.60	-19.75	-70.71
Grupo Continental	82.60	69.69	2,077.43	-357.15	-2,334.57	92.78
Grupo Durango	-1,781.56	-871.67	69.35	-13.83	16.81	121.65
Herdez	86.74	81.42	166.65	73.87	7.23	-156.79
Hylsamex	124.57	143.00	24.20	51.89	127.70	282.26
Iasa	69.50	71.96	2,046.72	1,417.21	-529.51	98.25
Ichb	121.25	123.54	77.88	0.00	22.12	264.29
Jugos del Valle	58.41	77.80	-19.10	-6.11	112.99	-65.13
Kimberly	68.60	48.00	218.37	51.03	-67.34	-116.43
Macma	103.84	103.74	30.93	27.06	96.13	13.48
Maseca	75.51	66.01	595.29	-173.50	-668.79	-165.19
Nutrisa	147.49	166.34	166.80	0.00	-66.80	-92.67
Parras	-376.70	-367.66	38.11	71.10	132.99	227.14
Pepsi	105.92	106.61	132.34	25.09	-7.25	132.66
Ponderosa	214.94	201.35	44.49	44.27	99.77	69.43
QB Industrias	-576.24	-593.70	336.80	48.66	-188.15	-1,169.09
Qtel	112.97	112.30	76.15	10.57	34.42	85.91
Qumma	20.45	20.23	16.92	14.07	97.15	123.68
Regio Empresas	92.85	88.01	-384.02	116.74	600.76	-179.00
San Luis Corporativo	65.01	60.83	43.99	85.59	141.60	67.21
Savia	154.80	1,707.01	-73.23	134.05	307.28	-68.58
Simec	145.97	151.64	959.77	-211.67	-1,071.44	22.10
Synkro	-76.43	-62.77	-135.13	53.17	288.30	0.39
Tamsa	85.22	73.60	-123.69	67.27	290.96	8,625.00
Vitro	49.45	-55.19	7.06	53.85	146.78	76.27
Promedios	2.84	68.43	211.21	46.94	-64.27	288.57

a/ Porcentaje.

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros reportados a la BMV (2008).

Cuadro 2.10
Financiamiento del Crecimiento Empresarial (1993-2001) a/
Grupos de Empresas

Variable		Grupo 1	Grupo 2	Grupo 3	Grupo 4	Promedio General	Desviación Estándar General
Tasa de retención	Antes de Impuestos	86.63	-90.86	42.89	-27.30	2.84	78.13
Tasa de retención	Después de Impuestos	72.10	149.50	42.14	9.97	68.43	59.71
Financiamiento Interno del Crecimiento	Largo Plazo	95.00	380.47	123.20	246.15	211.21	130.54
Financiamiento Externo del Crecimiento	Largo Plazo	14.79	-33.03	40.01	165.97	46.94	84.94
Tasa Externa de Financiamiento (Portafolio)	Largo Plazo	19.79	-313.51	16.81	19.82	-64.27	166.16
Cambio en la Tasa de Financiamiento Interno del Crecimiento		67.49	878.02	387.43	-178.66	288.57	456.22

a/ Porcentaje.

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros reportados a la BMV (2008).

Las tasas de retención de largo plazo, antes y después de impuestos, se estimaron como la proporción de los ingresos antes -o después- de impuestos, más los dividendos con relación a los ingresos, antes -o después- de impuestos.

Es preciso señalar que en el estado de resultados, un signo positivo en el valor de los dividendos indica que no hubo salida, por tanto no se pagaron dividendos; por el contrario, un signo negativo refiere al pago de ellos. De este modo, un valor por encima de 100 por ciento indica que existió retención por parte de la GEM; los valores por debajo son pago de dividendos. Asimismo, dada la fórmula utilizada, el signo de los ingresos -antes o después de impuestos- influye en el signo de la tasa de retención. Si los ingresos son menores que los dividendos, el resultado del cociente es negativo.

Los resultados promedio de los grupos del cuadro 2.10 prueban inicialmente un comportamiento similar entre ambas tasas para cada los Grupos 1 y 3, y asimetrías en los Grupos 2 y 4, también, fue negativa la tasa de retención antes de impuestos para ambos. El Grupo 2 registró una tasa muy elevada después de impuestos, situándose en el lugar más alto de toda la muestra. Para la interpretación de resultados debe tomarse en cuenta la magnitud de la desviación estándar en todas las variables de este apartado, lo que indica un alto grado de dispersión al interior de la muestra. Esto significa que varían las formas de financiarse de cada empresa, atendiendo a su propia estrategia financiera. En cuanto al

promedio general de las GEM, se obtuvo un valor de 68.43 por ciento en la tasa después de impuestos, que indica el pago de dividendos en un porcentaje de 31.57 por ciento (100-tasa) con respecto a los ingresos después de impuestos.

En lo referente al financiamiento del crecimiento de las GEM, en la metodología se consideraron factores internos y externos. El primero se refiere a las retenciones como proporción del incremento de los activos netos. Los factores externos son la deuda de largo plazo y emisión de acciones. Esta última se calculó como la diferencia de 100 por ciento menos las dos tasas previas. Los resultados revelan nuevamente disparidades entre los grupos de GEM. El Grupo 1 es el único que tiene valores por debajo de 100 por ciento en la tasa de financiamiento interno, y el resto de los grupos oscilan entre 120 a casi 400 por ciento. Cabe notar que la tasa externa de financiamiento por emisión de acciones (portafolio) es una cuenta de ajuste debido a la imposibilidad de obtener la información de alguna fuente directa dentro de los reportes de las empresas. Los valores por encima de 100 por ciento en esa tasa indican que tanto la retención como la deuda de largo plazo son mayores que el incremento en los activos netos de las empresas, con lo que se puede deducir que éstas no financian solamente su crecimiento de activos, sino también el pago de otras cuentas como los pasivos e intereses de sus deudas.

Por último, el cambio en la tasa de financiamiento interno del crecimiento de corto plazo, medido como la diferencia en la tasa de inicio y de final del periodo, tuvo signo positivo en casi todos los casos con excepción del Grupo 4, lo que indicaría que este grupo está pagando su deuda.

Cuadro 2.11
Financiamiento del Crecimiento Empresarial. a/
Grupo 1: Empresas de la Posición 1 a 10. b/

Empresa	Tasa de Retención		Financiamiento		Tasa Externa de Financiamiento (Portafolio)	Cambio en la Tasa de Financiamiento Interno del Crecimiento
	Antes de Impuestos	Después de Impuestos	Interno del	Externo del		
			Crecimiento			
1 Cemex	93.71	92.94	134.45	23.22	-11.23	-17.46
2 Alfa	88.53	85.73	-101.72	-26.90	174.82	89.21
3 Vitro	49.45	-55.19	7.06	53.85	146.78	76.27
4 Ahmsa	100.00	100.00	12.67	-30.43	56.90	205.29
5 GModelo	93.72	89.05	182.81	0.00	-82.81	26.01
6 Hylsamex	124.57	143.00	24.20	51.89	127.70	282.26
7 Bimbo	83.60	68.75	75.29	54.84	79.55	7.16
8 Kimberly	68.60	48.00	218.37	51.03	-67.34	-116.43
9 Apasco	72.12	59.30	261.54	-45.20	-206.74	193.27
10 Gruma	91.95	89.37	135.35	15.60	-19.75	-70.71
Promedio General	2.84	68.43	211.21	46.93	-64.27	288.57
Promedio Grupo 1	86.63	72.10	95.00	14.79	19.79	67.49
Desv. Est. Grupo 1	20.21	51.61	111.78	38.72	119.59	127.80

a/ Porcentaje.

b/Periodo 1993-2001.

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros reportados a la BMV (2008).

La información referente al financiamiento y la tasa de retención a partir del cuadro 2.11 al 2.14 se refiere a largo plazo. En lo referente a la tasa de retención de largo plazo que se aprecia en el cuadro 2.11, el Grupo 1 presentó un comportamiento similar tanto para las tasas de antes como después de impuestos. Se destaca que, en su mayoría, la tasa antes de impuestos es mayor que la tasa después de impuestos, excepto *Hylsamex* que tuvo una relación inversa y *Ahmsa* que presentó la misma tasa en ambos casos. En cuanto a la magnitud de las tasas de retención, se observa además que son inferiores a 100 por ciento, lo que significa que en estas GEM hubo pago de dividendos. Las excepciones fueron las mismas, *Hylsamex* tuvo valores por encima de 100 por ciento que implica una retención de la empresa. Por su parte, *Ahmsa* tiene en los dos casos una tasa de 100 por ciento ya que no reportó dividendos en ninguno de los años.

Cuadro 2.12
Financiamiento del Crecimiento Empresarial. a/
Grupo 2: Empresas de la Posición 11 a 20. b/

Empresa	Tasa de Retención		Financiamiento		Tasa Externa de Financiamiento (Portafolio)	Cambio en la Tasa de Financiamiento Interno del Crecimiento
	Antes de Impuestos	Después de Impuestos	Interno del Crecimiento	Externo del Crecimiento		
11 Savia	154.8	1,707.01	-73.23	134.05	307.28	-68.58
12 Coca Cola Femsa	91.57	86.47	24.51	47.38	122.87	-7.27
13 Grupo Durango	-1,781.56	-871.67	69.35	-13.83	16.81	121.65
14 Tamsa	85.22	73.6	-123.69	67.27	290.96	8625
15 Pepsi	145.97	151.64	959.77	-211.67	-7.25	22.1
16 Simec	105.92	106.61	132.34	25.09	-1,071.44	132.66
17 Grupo Continental	82.6	69.69	2,077.43	-357.15	-2,334.57	92.78
18 San Luis Corporativo	65.01	60.83	43.99	85.59	141.6	67.21
19 Gind. Saltillo	66.35	44.81	98.96	66.43	67.47	-40.15
20 Maseca	75.51	66.01	595.29	-173.5	-668.79	-165.19
Promedio General	2.84	68.43	211.21	46.93	-64.27	288.57
Promedio Grupo 2	-90.86	149.50	380.47	-33.03	-313.51	878.02
Desv. Est. Grupo 2	594.86	624.71	683.05	159.46	835.45	2723.58

a/ Porcentaje.

b/Periodo 1993-2001.

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros reportados a la BMV (2008).

En el cuadro 2.12 se observa que la tasa de retención de largo plazo del Grupo 2 presentó un comportamiento similar en la mayoría de las GEM tanto para las tasas de antes como después de impuestos, con excepción de *Savia* y *Grupo Durango* que fueron diferentes. La mayoría de las GEM de este grupo presentó tasas más altas antes que después de impuestos. En cuanto a la magnitud de las tasas de retención después de impuestos se observa además que en los casos donde fueron inferiores a 100 por ciento hubo pago de dividendos (*Coca Cola Femsa*, *Tamsa*, *Grupo Continental*, *San Luis Corporativo*, *Grupo Industrial Saltillo*, *Maseca* y *Grupo Durango*). En *Savia*, *Pepsi* y *Simec* la tasa de retención fue superior a 100 por ciento, lo que significa una retención por parte de la empresa.

Cuadro 2.13
Financiamiento del Crecimiento Empresarial. a/
Grupo 3: Empresas de la Posición 21 a 30. b/

Empresa	Tasa de Retención		Financiamiento		Tasa Externa de Financiamiento (Portafolio)	Cambio en la Tasa de Financiamiento Interno del Crecimiento
	Antes de Impuestos	Después de Impuestos	Interno del Crecimiento	Externo del Crecimiento		
21 Dina	94.99	97.54	512.55	52.26	-360.29	368.45
22 Cementos Chihuahua	90.8	89.72	104.31	51.55	47.23	2,615.46
23 Ponderosa	214.94	201.35	44.49	44.27	99.77	69.43
24 Parras	-376.7	-367.66	38.11	71.1	132.99	227.14
25 Ichb	121.25	123.54	77.88	0	22.12	264.29
26 Camesa	97.55	96.52	121.57	52.15	30.58	247.22
27 Synkro	-76.43	-62.77	-135.13	53.17	288.30	0.39
28 CMoctezuma	96.38	94.77	168.57	0	-68.57	48.68
29 Gembunidas	79.39	66.99	133.04	1.75	-31.29	190.08
30 Herdez	86.74	81.42	166.65	73.87	7.23	-156.79
Promedio General	2.84	68.43	211.21	46.93	-64.27	288.57
Promedio Grupo 3	42.89	42.14	123.20	40.01	16.81	387.44
Desv. Est. Grupo 3	163.35	157.81	162.69	28.68	165.71	797.62

a/ Porcentaje.

b/Periodo 1993-2001.

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros reportados a la BMV (2008).

La tasa de retención de largo plazo del Grupo 3 que se presenta en el cuadro 2.13 muestra que en la mayoría de las GEM, la tasa de retención antes de impuestos fue mayor que después de impuestos, con excepción de *Dina*. En cuanto a la magnitud de las tasas de retención se observa algunas que presentaron tasas inferiores a 100 por ciento, lo que implica que pagaron dividendos. En este caso estarían todas las empresas del grupo con excepción de *Ichb* y *Ponderosa*, estas dos últimas retuvieron dividendos, contrario a los casos de *Synkro* y *Parras*, que fueron las que pagaron más dividendos.

Cuadro 2.14
Financiamiento del Crecimiento Empresarial. a/
Grupo 4: Empresas de la Posición 31 a 40. b/

Empresa	Tasa de Retención		Financiamiento		Tasa Externa de Financiamiento (Portafolio)	Cambio en la Tasa de Financiamiento Interno del Crecimiento
	Antes de Impuestos	Después de Impuestos	Interno del Crecimiento	Externo del Crecimiento		
	31 Jugos del Valle	58.41	77.8	-19.1	-6.11	112.99
32 Iasa	69.5	71.96	2,046.72	1,417.21	-529.51	98.25
33 Qumma	20.45	20.23	16.92	14.07	97.15	123.68
34 Macma	103.84	103.74	30.93	27.06	96.13	13.48
35 Qtel	112.97	112.3	76.15	10.57	34.42	85.91
36 Ecko	-402.85	-47.86	-29.79	31.53	161.31	-685.5
37 Regio Empresas	92.85	88.01	-384.02	116.74	600.76	-179.00
38 QB Industrias	-576.24	-593.7	336.8	48.66	-188.15	-1,169.09
39 Dixon	100.57	100.85	220.1	0	-120.10	83.48
40 Nutrisa	147.49	166.34	166.8	0	-66.80	-92.67
Promedio General	2.84	68.43	211.21	46.93	-64.27	288.57
Promedio Grupo 4	-27.30	9.97	246.15	165.97	19.82	-178.66
Desv. Est. Grupo 4	249.35	219.69	660.69	441.10	288.73	421.88

a/ Porcentaje.

b/Periodo 1993-2001.

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros reportados a la BMV (2008).

En el cuadro 2.14 se presenta la tasa de retención de largo plazo del Grupo 4. Se observa que en cinco empresas la tasa antes de impuestos fue mayor que después de impuestos. En *Jugos del Valle*, *Iasa*, *QB Industrias*, *Dixon* y *Nutrisa* fue a la inversa. En cuanto a la magnitud de las tasas de retención, se observa además que en los casos donde fueron inferiores a 100 por ciento hubo pago de dividendos (*Jugos del Valle*, *Iasa*, *Qumma*, *Ecko*, *QB Industrias* y *Regio Empresas*) destacando los últimos dos casos de estas empresas; en *Qtel*, *Macma*, *Dixon* y *Nutrisa* la tasa de retención fue superior a 100 por ciento, lo que significó que no les pagaron a los inversionistas.

El Grupo 2 y el Grupo 4 presentaron en el promedio del grupo una tasa de retención negativa antes de impuestos. Es decir, al inicio del periodo, 90.86 por ciento y -27.3 por ciento, respectivamente, lo que refuerza que las GEM no dejan de pagar dividendos al grupo control.

2.5 ESTRUCTURA DEL CAPITAL DE LAS EMPRESAS

El tercer grupo de variables calculadas para la muestra de GEM pertenecen a la estructura de capital. Se utilizaron dos medidas de apalancamiento, una de capital y dos de ingreso.

APALANCAMIENTO DE CAPITAL

- a) Esta variable expresa la deuda de largo plazo como proporción de los activos netos de la empresa.

APALANCAMIENTO DE INGRESO

Además de la variable de stock señalada en el punto anterior se emplean dos medidas de flujo:

- a) La primera es la razón de los pagos de intereses a las utilidades antes de intereses e impuestos (EBIT).
- b) Una medida alterna, usada frecuentemente en la literatura, señala los pagos de intereses como proporción de los flujos de caja. Por ejemplo, las utilidades antes de intereses e impuestos más la depreciación $EBIT + \text{Dividendos}$.

Las variables de apalancamiento de ingreso normalmente son consideradas como indicadores importantes de la vulnerabilidad de las empresas ante fluctuaciones en las condiciones económicas generales.

Se calcularon nuevamente, el largo plazo (promedio para el periodo completo) y los valores de corto plazo -promedio de los dos primeros años y los dos últimos años- para cuantificar el cambio en las tasas de apalancamiento de capital y apalancamiento de ingreso. El cálculo incluye una variable para indicar el cambio entre las tasas de corto plazo al inicio y al final del periodo.

Cuadro 2.15
Estructura de Capital de las Empresas a/
(1993-2001)

Empresa	Apalancamiento					
	1. De Capital		2.a De Ingreso (Intereses/EBIT)		2.b De Ingreso (Intereses/EBIT+Div)	
	Cambio		Cambio		Cambio	
Ahmsa	31.47	-33.29	160.8	-337.9	160.8	-337.9
Alfa	35.83	-2.28	44.77	27.12	41.18	27.49
Apasco	14.75	-14.04	8.27	4.47	6.53	3.78
Bimbo	21.31	27.81	19.69	7.9	17.34	-5.51
Camesa	14.57	-6.27	32.42	212.47	31.91	44.72
Cementos Chihuahua	22.59	13.36	19.11	6.98	17.8	6.16
Cemex	37.24	-9.74	43.84	22.18	41.63	17.28
CMoctezuma	0.26	0	0.57	-2.34	0.55	2.07
Dina	73.08	136.22	3388.72	2054.1	-60597.36	584.29
Dixon	0.07	-0.41	19.76	14.71	19.85	13.16
Ecko	21.76	-9.6	78.12	23.75	174.77	23.75
QB Industrias	8.23	14.08	-91.42	2.87	-8.83	2.87
Gembunidas	2.3	0.49	7.65	-0.77	6.3	-0.79
GModelo	0	0	0.02	0.75	0.02	1.9
Gruma	34.6	-9.69	60.97	-19.65	56.28	-32.93
Grupo Continental	9.52	-24.1	15.56	1.96	13.13	1.8
Grupo Durango	41.79	-21.31	103.5	72.18	206.04	349.82
Gind. Saltillo	21.92	18.44	12.56	11.17	9.54	7.95
Herdez	19.33	26.51	32.37	30.21	29.13	20.8
Hylsamex	40.48	13.32	87.19	56.34	95.45	1004.25
Iasa	24.4	-9.21	479.27	736.84	956.56	71.47
Ichb	2.08	0	7.94	0.44	10.02	0.44
Jugos del Valle	15.72	5.82	107.83	87.6	113.7	72.21
Kimberly	19.81	1.55	7.32	10.94	5.58	7.44
Coca Cola Femsa	37.23	29.18	15.67	30.51	14.65	29.16
Macma	14.5	-16.16	456.42	1904.44	425.37	1904.44
Maseca	6.49	-17.42	7.7	5.94	6.05	5.37
Nutrisa	0	0	14.74	-21.32	59.01	8.92
Parras	36.14	46.83	131.12	76.91	425.62	149.36
Pepsi	28.71	1.4	41.96	37.45	44.45	46.14
Ponderosa	30.19	-57.5	111.6	1102.1	66.07	686.54
Qtel	16.98	512.03	-112.47	-46.09	-159.97	2.29
Qumma	12.62	-3.52	129.51	43.73	694.84	-96.8
Regio Empresas	38.4	-30.92	111.89	1.37	107.55	0.05
San Luis Corporativo	56.99	9.13	72.07	94.57	62.86	89.01
Savia	21.85	-29.47	115.92	17.16	153.17	316.13
Simec	36.35	-42.1	71.35	89.62	143.61	281.05
Synkro	42.44	-38.52	-735.43	-129.02	-64.9	21.65
Tamsa	14.13	-16.49	18.93	-72.04	16.99	-73.06
Vitro	50.43	-0.81	97.21	-15.42	85.84	-28.16

a/ Porcentaje.

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros reportados a la BMV (2008).

Cuadro 2.16
Estructura de Capital de las Empresas (1993-2001) a/
Grupos de Empresas

		Apalancamiento				Promedio	Desviación
Variable		Grupo 1	Grupo 2	Grupo 3	Grupo 4	General	Estándar
1. De Capital	Cambio	28.59	27.5	24.3	15.27	23.92	16.81
		-2.72	-9.27	12.11	46.21	11.58	86.66
2.a De Ingreso (Intereses/EBIT)	Cambio	53.01	47.52	299.61	119.36	129.88	554.16
		-24.33	28.85	335.11	274.79	153.61	477.47
2.b De Ingreso (Intereses/EBIT+Div)	Cambio	51.07	67.05	-6,007.49	238.28	-1,412.77	9,599.95
		65.76	105.34	151.52	200.24	130.72	366.74

a/ Porcentaje.

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros reportados a la BMV (2008).

El cuadro 2.16 muestra el comparativo de los grupos de GEM, sus resultados promedio contienen algunas empresas que están sobrevaloradas⁷⁰, lo que provoca la elevación del promedio general y de la desviación estándar. Aún así, puede observarse que el Grupo 1 tiene una mayor tasa de apalancamiento de capital que el resto; el Grupo 4 tiene la menor tasa, de aquí que se exprese un cambio mayor en las tasas. En las variables de apalancamiento de ingreso, los valores promedio mayores corresponden a los grupos 3 y 4, pero contienen a las empresas *Ponderosa*, *Dina* y *Macma* que sobreestiman los cálculos. Por ello, es conveniente realizar el análisis al interior de cada grupo para conocer el comportamiento de las GEM en el conjunto de variables relacionadas con la estructura de capital de las empresas.

⁷⁰ *Dina* y *Ponderosa* no presentaron información para todos los años, y *Macma* por la naturaleza de sus datos dado su tamaño que es pequeño en comparación con las otras empresas de la muestra.

Cuadro 2.17
Estructura de Capital de las Empresas a/
Grupo 1: Empresas de la Posición 1 a 10. b/

Empresa	Apalancamiento					
	1. De Capital		2.a De Ingreso (Intereses/EBIT)		2.b De Ingreso (Intereses/EBIT+Div)	
	Cambio		Cambio		Cambio	
1 Cemex	37.24	-9.74	43.84	22.18	41.63	17.28
2 Alfa	35.83	-2.28	44.77	27.12	41.18	27.49
3 Vitro	50.43	-0.81	97.21	-15.42	85.84	-28.16
4 Ahmsa	31.47	-33.29	160.8	-337.9	160.8	-337.9
5 GModelo	0	0	0.02	0.75	0.02	1.9
6 Hylsamex	40.48	13.32	87.19	56.34	95.45	1,004.25
7 Bimbo	21.31	27.81	19.69	7.9	17.34	-5.51
8 Kimberly	19.81	1.55	7.32	10.94	5.58	7.44
9 Apasco	14.75	-14.04	8.27	4.47	6.53	3.78
10 Gruma	34.6	-9.69	60.97	-19.65	56.28	-32.93
Promedio General	23.91	11.58	129.88	153.61	-1,412.77	130.72
Promedio Grupo 1	28.59	-2.72	53.01	-24.33	51.07	65.76
Desv. Est. Grupo 1	14.64	16.26	50.51	112.29	50.80	346.81

a/ Porcentaje.

b/Periodo 1993-2001.

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros reportados a la BMV (2008).

En el cuadro 2.17 se muestra que para las tres variables de apalancamiento, las empresas *Vitro*, *Cemex*, *Hylsamex* y *Ahmsa* son las que tuvieron las tasas más altas al interior del Grupo 1, mientras que *Grupo Modelo* tuvo las tasas de 0 por ciento. En lo que respecta al apalancamiento del capital, la mayor proporción de la deuda de largo plazo con respecto a los activos netos correspondió a *Vitro* con 50.43 por ciento; el primer apalancamiento del ingreso es de 97.21 y el segundo de 85.84 por ciento. Si bien los cambios son negativos en las tres tasas, esta empresa fue la más endeudada y los intereses que contrajo fueron mayores que los ingresos antes de impuestos más los dividendos pagados. La empresa *Cemex* tuvo un apalancamiento relativamente alto pero sólo en el primer cambio fue negativo; *Hylsamex* estuvo en la misma situación de apalancamiento pero sus cambios fueron siempre positivos, resaltando el caso de la tercera variable de cambio, en la que creció exponencialmente la tasa al fin de periodo con relación al primero.

Cuadro 2.18
Estructura de Capital de las Empresas a/
Grupo 2: Empresas de la Posición 11 a 20. b/

Empresa	Apalancamiento					
	1. De Capital		2.a De Ingreso (Intereses/EBIT)		2.b De Ingreso (Intereses/EBIT+Div)	
		Cambio		Cambio		Cambio
11 Savia	21.85	-29.47	115.92	17.16	153.17	316.13
12 Coca Cola Femsa	37.23	29.18	15.67	30.51	14.65	29.16
13 Grupo Durango	41.79	-21.31	103.5	72.18	206.04	349.82
14 Tamsa	14.13	-16.49	18.93	-72.04	16.99	-73.06
15 Pepsi	28.71	1.4	41.96	37.45	44.45	46.14
16 Simec	36.35	-42.1	71.35	89.62	143.61	281.05
17 Grupo Continental	9.52	-24.1	15.56	1.96	13.13	1.8
18 San Luis Corporativo	56.99	9.13	72.07	94.57	62.86	89.01
19 Gind. Saltillo	21.92	18.44	12.56	11.17	9.54	7.95
20 Maseca	6.49	-17.42	7.7	5.94	6.05	5.37
Promedio General	23.91	11.58	129.88	153.61	-1,412.77	130.72
Promedio Grupo 2	27.50	-9.27	47.52	28.85	67.05	105.34
Desv. Est. Grupo 2	15.83	22.77	40.38	49.26	73.27	151.54

a/ Porcentaje.

b/Periodo 1993-2001.

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros reportados a la BMV (2008).

En lo que se refiere a las variables de apalancamiento, el cuadro 2.18 muestra que en el Grupo 2, las cuatro empresas con mayores tasas fueron *San Luis Corporativo*, *Grupo Durango*, *Coca Cola Femsa* y *Simec*. En el caso de *Savia*, a pesar de que no fue tan alta la tasa de apalancamiento de capital como las cuatro primeras, debe destacarse que tuvo valores por encima de 100 por ciento en el primer y segundo apalancamiento de ingreso (115.92 y 153.17 por ciento respectivamente). Lo anterior refiere que los intereses pagados fueron mayores que los ingresos operativos⁷¹. En el caso de *Grupo Durango*, el apalancamiento del capital lo colocó en el mayor del grupo, pero la manera en que se condujo esta empresa fue muy diferente a la de *Savia*, que ya no cotiza en la BMV y que además vendió activos. La empresa *Maseca* tuvo los menores porcentajes en las variables de apalancamiento con relación al resto del grupo, sus valores fueron siempre por debajo del promedio del grupo y del general, con excepción del segundo apalancamiento de ingreso.

⁷¹ *Savia* pertenecía al *Grupo Pulsar-Seminis*, era el único conglomerado mexicano con una vocación explícita de basar su competitividad en la innovación y la economía del conocimiento, en particular la biotecnología, lo que no logró debido a la presión de obligaciones por el sobreendeudamiento con que se financió su expansión internacional (Garrido y Ortiz 2009), y (Garrido 1999).

El cambio en el apalancamiento del capital fue negativo en casi todos los casos, con excepción de *Coca Cola Femsa*, *San Luis Corporativo*, *Grupo Industrial Saltillo* y *Pepsi*, mientras que el cambio de las tasas de apalancamiento del ingreso fue siempre positivo con excepción de *Tamsa*.

Cuadro 2.19
Estructura de Capital de las Empresas a/
Grupo 3: Empresas de la Posición 21 a 30. b/

Empresa	Apalancamiento					
	1. De Capital		2.a De Ingreso (Intereses/EBIT)		2.b De Ingreso (Intereses/EBIT+Div)	
	Cambio		Cambio		Cambio	
21 Dina	73.08	136.22	3,388.72	2,054.10	-60,597.36	584.29
22 Cementos Chihuahua	22.59	13.36	19.11	6.98	17.8	6.16
23 Ponderosa	30.19	-57.5	111.6	1,102.10	66.07	686.54
24 Parras	36.14	46.83	131.12	76.91	425.62	149.36
25 Ichb	2.08	0	7.94	0.44	10.02	0.44
26 Camesa	14.57	-6.27	32.42	212.47	31.91	44.72
27 Synkro	42.44	-38.52	-735.43	-129.02	-64.9	21.65
28 CMoctezuma	0.26	0	0.57	-2.34	0.55	2.07
29 Gembunidas	2.3	0.49	7.65	-0.77	6.3	-0.79
30 Herdez	19.33	26.51	32.37	30.21	29.13	20.8
Promedio General	23.91	11.58	129.88	153.61	-1,412.77	130.72
Promedio Grupo 3	24.30	12.11	299.61	335.11	-6,007.49	151.52
Desv. Est. Grupo 3	22.51	52.70	1,113.50	697.59	19,181.39	260.00

a/ Porcentaje.

b/Periodo 1993-2001.

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros reportados a la BMV (2008).

El cuadro 2.19 muestra el Grupo 3, la variable razón de apalancamiento de capital de *Dina* y *Synkro* muestran los valores más altos con 73.08 y 42.44 por ciento respectivamente. Los valores más bajos dentro del grupo corresponden a *Gembunidas* e *Ichb* con 2.30 y 2.08 por ciento y los valores cercanos a cero fueron de *Cementos Moctezuma*. El grupo presentó un comportamiento promedio de 23.91 por ciento y con asimetrías entre las GEM. En las variables de apalancamiento de ingreso, las GEM de este grupo que tuvieron los valores que destacan por encima de 100 por ciento fueron *Dina*, *Ponderosa* y *Parras*, lo que indica que sus intereses son mayores a los ingresos operativos.

En el segundo apalancamiento del ingreso destaca el caso de *Dina*, pero esta empresa se endeudó demasiado al inicio del periodo analizado, lo que fue corroborado con los *Informes Anuales*. De hecho, esta empresa tuvo que vender activos para poder continuar en el mercado, con un tamaño mucho menor al de inicios de los noventa.

Cuadro 2.20
Estructura de Capital de las Empresas a/
Grupo 4: Empresas de la Posición 31 a 40. b/

Empresa	Apalancamiento					
	1. De Capital		2.a De Ingreso (Intereses/EBIT)		2.b De Ingreso (Intereses/EBIT+Div)	
	Cambio	Cambio	Cambio	Cambio	Cambio	Cambio
31 Jugos del Valle	15.72	5.82	107.83	87.6	113.7	72.21
32 Iasa	24.4	-9.21	479.27	736.84	956.56	71.47
33 Qumma	12.62	-3.52	129.51	43.73	694.84	-96.8
34 Macma	14.5	-16.16	456.42	1,904.44	425.37	1,904.44
35 Qtel	16.98	512.03	-112.47	-46.09	-159.97	2.29
36 Ecko	21.76	-9.6	78.12	23.75	174.77	23.75
37 Regio Empresas	38.4	-30.92	111.89	1.37	107.55	0.05
38 QB Industrias	8.23	14.08	-91.42	2.87	-8.83	2.87
39 Dixon	0.07	-0.41	19.76	14.71	19.85	13.16
40 Nutrisa	0	0	14.74	-21.32	59.01	8.92
Promedio General	23.91	11.58	129.88	153.61	-1,412.77	130.72
Promedio Grupo 4	15.27	46.21	119.37	274.79	238.29	200.24
Desv. Est. Grupo 4	11.47	164.13	201.16	617.13	348.89	600.60

a/ Porcentaje.

b/Periodo 1993-2001.

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros reportados a la BMV (2008).

El cuadro 2.20 muestra el Grupo 4, el apalancamiento del capital tuvo un comportamiento más homogéneo. Las GEM que tuvieron un apalancamiento más alto en el grupo fueron *Regio Empresas*, *Iasa* y *Ecko*. Destacan los casos de *Dixon* y *Nutrisa* donde las tasas son de 0 por ciento, producto de que la deuda de largo plazo tuvo un valor muy pequeño con relación a los activos netos; *QB Industrias* reportó positivo pero es un valor pequeño. El valor más alto de este grupo correspondió a *Regio Empresas* con 38.40 por ciento y el mayor cambio recayó en *Qtel* con 512.03 por ciento. Esto significa que la tasa del final es más de treinta veces mayor que al inicio del periodo. En el apalancamiento del ingreso, *Ecko*, *Dixon* y *Nutrisa* tienen un apalancamiento menor al 100 por ciento, mientras que *Qtel* y *QB industrias* tiene valores negativos porque son mayores sus intereses pagados en relación con los ingresos antes de impuestos. En las demás GEM, los valores de las variables de apalancamiento del ingreso son positivos.

2.6 RETORNO DE DIVIDENDOS

Los ejercicios de los apartados 1 y 2 en la metodología de Singh y Hamid sobre valuación del mercado no se pueden realizar en su totalidad debido a que no se cuenta con

información disponible sobre el precio de mercado de las acciones, por lo tanto, sólo se estimó el retorno de dividendos para cada grupo. Incluso, en el texto citado se hace referencia a que en el caso de México no se contaba con información para realizar las estimaciones en la década de los ochenta.

Debido a que la valuación de mercado de las acciones de la empresa está influido por el pago de dividendos, se utilizó la variable retorno de dividendos. En la línea de la definición de la tasa de retorno después de impuestos, el indicador refiere a los dividendos en proporción al patrimonio neto de la empresa, que difiere del rendimiento de los dividendos, dato que comúnmente reporta la prensa financiera; la última es definida usualmente como los dividendos por acción entre el precio de mercado por acción. Conforme al procedimiento anterior se calcularon los valores de corto y largo plazo para el retorno de dividendos para los cuatro grupos (cuadro 2.21).

Cuadro 2.21
Retorno de Dividendos a/
(1990-2003)

Empresa	Retorno de Dividendos		
	Corto Plazo		Largo Plazo
	Inicio	Fin	
Ahmsa	0	0	0
Alfa	2.1	-0.68	-0.93
Apasco	-0.16	-5.35	-4.38
Bimbo	4.79	-1.13	-1.98
Camesa	21.25	-3.32	-0.23
Cementos Chihuahua	-0.01	-1.22	-0.98
Cemex	-0.1	-2.41	-0.57
CMoctezuma	23.76	-5.9	-1.12
Coca Cola Femsa	-0.66	-0.95	-1.37
Dina	1.11	0	0.39
Dixon	2.48	0	0.17
Ecko	0	0	6.04
Gembunidas	-1.61	-3.15	-3.14
Gind. Saltillo	-1.84	-3.89	-6.28
GModelo	9.21	-4.25	-1.41
Gruma	1.48	-1.77	-0.69
Grupo Continental	0.16	-10.49	-4.93
Grupo Durango	8.66	0	3.47
Herdez	0.89	-8.88	-2.87
Hylsamex	4.5	0	0.59
Iasa	3.68	0	1.35
Ichb	0	0	2.8
Jugos del Valle	16.5	0	0.38
Kimberly	-0.27	-14.08	-9.52
Macma	0	0	-0.11
Maseca	0.05	-3.89	-5.18
Nutrisa	46.99	-3.05	6.05
Parras	15.17	0	3.7
Pepsi	7.32	2.17	0.57
Ponderosa	0.89	0	-4.92
QB Industrias	0	0	50.47
Qtel	-12.53	0	-6.42
Qumma	12.47	0	4.43
Regio Empresas	-0.08	-0.46	-0.61
San Luis Corporativo	-3.46	0	-1.37
Savia	21.55	-26.58	1.08
Simec	3.01	0	3.41
Synkro	21.68	0	34.33
Tamsa	0	-3.4	-1.5
Vitro	0.04	-1.38	-1.55

Corto Plazo Inicio: 1990-1991. Corto Plazo Fin: 2002-20003

Largo Plazo: 1990-2003

a/ Porcentaje.

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros reportados a la BMV (2008).

Lo que se observa es que la mayoría de las GEM realizaron pagos de dividendos a sus accionistas al final del periodo de corto plazo más que al inicio del mismo. Es claro que la empresa que pagó el monto más alto a sus accionistas fue *Savia* (-26.58 por ciento). Empresas como *Grupo Industrial Saltillo*, *Grupo Continental*, *Apasco*, *Kimberly*, *Qtel*, *Ponderosa*, *Gembunidas*, entre otras, que son las que pagaron más dividendos en el largo plazo. *Synkro*, por el contrario, fue la que mayor retención de dividendos tuvo tanto a corto como a largo plazo, lo que explica su estrategia financiera en un contexto adverso para la economía mexicana. De aquí que las empresas adoptaron un comportamiento financiero específico.

Cuadro 2.22
Retorno de Dividendos a/
Grupo de Empresas (1990-2003)

Variable	Grupo 1	Grupo 2	Grupo 3	Grupo 4	Promedio General	Desviación Estándar	
Retorno de Dividendos	Corto Plazo Inicio	2.16	3.48	8.31	6.95	5.23	10.37
	Corto Plazo Fin	-3.1	-4.7	-2.25	-0.35	-2.6	5.05
	Largo Plazo	-2.04	-1.21	2.8	6.18	1.43	10.24

Corto Plazo Inicio: 1990-1991. Corto Plazo Fin: 2002-20003

Largo Plazo: 1990-2003

a/ Porcentaje.

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros reportados a la BMV (2008).

El cuadro 2.22 muestra lo que se obtuvo sobre el retorno de dividendos, los grupos 3 y 4 reportaron un mayor retorno al inicio del periodo que al final. Lo anterior podría explicarse porque la década de los noventa inició con altas expectativas de expansión en el crecimiento económico. Al término del periodo de análisis (corto plazo fin), las empresas más grandes de los grupos 1 y 2 pagaron más dividendos a sus accionistas, lo que se confirma en el largo plazo, mientras que los grupos 3 y 4 retienen más en el largo plazo.

De acuerdo con los resultados presentados en este capítulo, las GEM presentaron una situación difícil en su estructura de capital durante el periodo analizado. Al observar su evolución pareciera que la crisis de 1995 no les afectó como la de 2001, porque las cuarenta empresas se sostuvieron de 1994 a 2001, pero después disminuyeron, lo cual es un

indicador de que fueron más vulnerables a los cambios externos. Ello se atribuye a la nueva organización económica derivada de las reformas estructurales de finales de los ochenta que se profundizaron aún más en la década de los noventa.

Los resultados muestran una evidencia empírica de lo que es un punto de encuentro en Schumpeter (1992) y Steindl (1990), que las empresas en el mundo real se enfrentan en una competencia dinámica para lograr mayores niveles de rentabilidad que las conduce a su diferenciación, incluso en una misma industria. Así se entiende la competencia económica como las capacidades y habilidades desarrolladas a lo largo de su existencia delineando su estrategia de financiamiento y crecimiento⁷².

A través de los resultados obtenidos del ejercicio realizado se comprobó la hipótesis de que en los países en desarrollo, las grandes empresas, en particular las manufactureras, se financian más por fondos externos que internos. Es claro el aumento de la deuda en comparación con el financiamiento vía acciones.

Conforme a los resultados de Singh y Hamid para México, en los ochenta había un número de cincuenta empresas, cifra que se redujo a treinta y uno por quiebras o ventas en 1990. Para finales de los noventa surgieron más empresas pero no llegaron a ser más de cuarenta, lo que indica que el financiamiento bursátil no es una opción de financiamiento. Para 2008, continúa la reducción de empresas hasta llegar a veintisiete; algunas quebraron o se fusionaron por problemas financieros, por lo que es clara la tendencia a una disminución de este tipo de empresas en la BMV. Esto es un indicador de que las variables macroeconómicas tienen influencia en las decisiones de las empresas, pero no son suficientes para determinar el comportamiento y posición financiera de las empresas, ya que existen otros factores organizacionales que también lo explican.

⁷² Ambos autores consideran que la influencia del cambio tecnológico que se sustenta sobre los costos de producción, la calidad o en el *marketing* de sus productos hace la diferencia entre las empresas y son las grandes las que tienen mayor ventaja con respecto a las otras para impulsar cambios pero no una exclusividad de éstas, por otra parte cabe la posibilidad y es recomendable la imitación de métodos.

CONCLUSIONES

La revisión sobre el crecimiento, financiamiento empresarial, y estructura del capital en países en desarrollo a través de replicar la metodología de Singh y Hamid (1992), permitió demostrar que la tendencia de financiamiento para países en desarrollo se realiza a través de fondos externos más que internos, particularmente deuda.

A partir de los resultados de este capítulo se corroboró la hipótesis de que en países en desarrollo, el financiamiento de las GEM -sucede así en México- se caracteriza por recurrir más a fuentes externas que internas. Prevalece este comportamiento de la muestra desde la década de los ochenta. Los resultados presentados demuestran que en los noventa, las GEM inician un proceso de mayor apalancamiento del capital mediante fuentes externas, particularmente por la contratación de deuda y emisión de acciones en menor medida, más que por sus fondos internos. Con esta metodología se desconoce una parte del destino de la deuda. Suponemos que ésta la utilizan para refinanciar deuda.

El grado de fiscalización fue positivo para aquellas empresas más especulativas, los resultados reflejan un crecimiento de activos a pesar de que sus ventas decrecen, por lo que suponemos que están siendo beneficiadas mediante instrumentos económicos, es decir, a través de políticas discrecionales.

En promedio, el pago de dividendos en la muestra es aproximadamente de 30 por ciento. La retención como la deuda de largo plazo son mayores que el incremento en los activos netos de las GEM, lo que significa que estas empresas utilizan el financiamiento no sólo para el crecimiento de activos, por lo que suponemos que también lo emplean para pagar otras cuentas como pasivos e intereses de sus obligaciones. Las GEM más grandes retienen menos dividendos mientras que las más pequeñas lo trasladan en mayor medida a sus accionistas.

Al estimar el apalancamiento de capital de las GEM se obtuvo que las empresas más grandes presentaran la mayor tasa que el resto, y la menor correspondió a las más pequeñas,

a pesar de que la tasa de cambio fue mayor. Esto se explica porque una empresa con un bajo nivel de apalancamiento está sujeta a mayores cambios en los ingresos por ventas. Además, las más pequeñas se apalancan más por sus ingresos propios, lo que relaciona el tamaño con la deuda.

El último punto de la metodología de Singh y Hamid sobre valuación del mercado no fue considerado debido a que la revisión de los precios de las acciones de las empresas no está disponible en las hojas de balance. Cabe precisar que este punto merece una investigación específica. La metodología empleada tiene limitaciones que se centran básicamente en el nivel agregado del análisis no permitiendo conocer el comportamiento a nivel microeconómico de las empresas. La utilización de los cuartiles que sigue esta metodología limitaba el análisis de la muestra por el sólo hecho de que una empresa, *Cemex*, representaba 25 por ciento de la misma medida por activos, lo que condujo a replantear el razonamiento de Singh y Hamid para tener mayor detalle a través de grupos de diez empresas.

Por los indicadores empleados para medir las variables tamaño de la empresa y actividad, financiamiento del crecimiento empresarial y estructura del capital de las empresas, los resultados refieren sólo a promedios del periodo de estudio en los dos últimos años. Como ya se mencionó, los resultados derivados de esta metodología son muy agregados, lo cual limita el análisis preciso del comportamiento de los flujos de las empresas.

De lo anterior se deriva otra limitación metodológica: para establecer el periodo de inicio y el final no es posible tener los datos de algunas empresas porque dejaron de cotizar en la BMV. Dado que las empresas pueden dejar de reportar oportunamente a la bolsa a través de mecanismos jurídicos y varias de ellas recurren a éstos, el periodo de análisis sólo puede abarcar hasta 2003.

Otra limitación que no es atribuible a la metodología es el hecho de que la información de las hojas de balance de las empresas publicadas en la BMV presentan solamente los saldos

de las cuentas y no la información intermedia. Cabe señalar que no existe otra fuente de información disponible.

En este orden, la propuesta de análisis para el siguiente capítulo es profundizar en el financiamiento de las GEM y en la estructura de la deuda de corto y largo plazos y por su origen y destino, en el periodo de 1990 a 2010. Se sostiene en esta investigación que el acceso al financiamiento externo aumentó la fragilidad financiera de las empresas ya que se incrementó el financiamiento por fuentes externas, particularmente por deuda.

CAPÍTULO III

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LAS GRANDES EMPRESAS MANUFACTURERAS: EL CAMBIO EMPRESARIAL

INTRODUCCIÓN

Este capítulo tiene el objetivo de comprobar la hipótesis planteada en la introducción. En la estrategia financiera de las GEM están presentes los ciclos económicos de Minsky y las posiciones financieras de las empresas: conservadoras, especulativas y Ponzi. El cuestionamiento al que deberá responderse es por qué las GEM en México -a través de sus estrategias financieras- tienden a perfilarse hacia la tipificación propuesta por Minsky en torno a las posiciones conservadoras, especulativas y Ponzi. Sin embargo, en épocas de crisis no se concreta la hipótesis de fragilidad financiera que delinea este autor. Según los resultados del capítulo anterior, se comprueba que las GEM tienden a financiarse más por fuentes externas que internas y en mayor magnitud por deuda que por acciones. De aquí se deriva la hipótesis que guiará el presente capítulo para comprobar que a partir de los noventa, el modo de evolución de la estrategia financiera de las GEM en México presenta algunas regularidades con un componente dominante de posiciones financieras especulativas, lo que se determina por cinco factores ya trazados en la introducción y que serán retomados sintéticamente.

El primero se refiere a las modalidades de la estrategia de financiamiento que han desarrollado las GEM, en la que se combinan fuentes internas y externas; el segundo corresponde al empleo de deuda para financiar su estrategia de crecimiento; el tercero es el modo de gobierno corporativo en el que las fuentes internas son utilizadas para pagar los dividendos, en el que el grupo control tiene el poder de decisión de la empresa sobre los accionistas minoritarios; el cuarto es la estrategia de rentabilidad en la que las GEM mexicanas presentan una regularidad. Además de las ganancias operativas de sus

principales líneas de producción están las ganancias financieras; el quinto y último factor es la presencia activa del Estado para otorgar beneficios fiscales a las GEM, los cuales operan como elementos compensatorios.

Para enfrentar los cambios cíclicos que se han presentado desde 1990 a la primera década del siglo XXI, las GEM han configurando su estructura de financiamiento de acuerdo con las condiciones económicas internas y externas atendiendo a una dinámica cíclica⁷³. La estructura económica de la década de los noventa producto de las reformas de finales de los ochenta, hizo más frágil su sistema de financiamiento ante los cambios del ámbito internacional enfrentándolas a una mayor fragilidad por las crisis de 1995, 2001 y la crisis financiera mundial de 2008.

La mayoría de las GEM de la muestra se convirtieron en multinacionales de tamaño medio con la incorporación de nuevos modos de producción y la incursión en los mercados externos mediante IED. Lo anterior lleva a sostener que la hipótesis de Minsky sobre fragilidad financiera en la práctica puede aplicarse a las economías abiertas y también al caso de México, porque existe una relación directa entre deuda, flujos de efectivo⁷⁴ e inversión determinados endógenamente. La inversión depende del flujo de efectivo y de la deuda.

Las obligaciones de las empresas tienen una relación con los flujos de efectivo que determinan su posición financiera: especulativas, conservadoras y Ponzi. Generalmente disminuye la posición conservadora a favor de la especulativa y Ponzi, por lo que la estructura financiera de las empresas transita hacia la fragilidad sistémica⁷⁵.

Se sostiene que las empresas recorren diferentes etapas de un ciclo económico financiero. La amplitud del ciclo depende de la duración del *boom* económico. Bajas tasas de interés, decrecimiento del servicio de la deuda, aumento del flujo de efectivo y expansión de la

⁷³ La economía mexicana ha operado a través de ciclos (1976-82; 1983-1988; 1989-1994) Garrido (2000).

⁷⁴ También conocidos como flujo de caja o *cash flow*.

⁷⁵ En el análisis de Minsky se sostiene que en el ciclo sí los flujos de efectivo de las empresas decrecen también la inversión lo hace, después de un *boom*, lo que trae como consecuencia una crisis de sobredeuda (Minsky 1987).

inversión. Detrás de este argumento está la no neutralidad de la moneda pues el crecimiento de la inversión y el empresarial dependen del costo de la deuda.

Para demostrar lo anterior se propone el análisis de las hojas de balance desde la perspectiva de Minsky en una economía abierta, lo que implica que desde las decisiones de las empresas, básicamente de inversión y deuda, se transmiten efectos hacia el resto de la economía.

En el capítulo precedente se hizo la revisión del crecimiento y financiamiento empresarial en países en desarrollo, bajo la metodología de Singh y Hamid (1992), la cual no permite profundizar en algunos aspectos relacionados con la estructura y comportamiento en el financiamiento de las empresas, como el que no pueda saberse el origen de la deuda en moneda extranjera o nacional y sus plazos. Otra limitación fue que la información y resultados son agregados por la metodología que se utiliza, lo que impide profundizar en el análisis de la muestra de cuarenta GEM que cotizan en la BMV para el periodo de 1990 a 2010.

La propuesta de análisis de este capítulo se basa en la utilización de técnicas cualitativas para complementar el razonamiento cuantitativo. La muestra se reduce a veintisiete GEM que son las que cotizan en la BMV y con información disponible a lo largo del periodo de 1990 a 2010. Se tomará esta muestra para llevar a cabo la comprobación de los cinco factores mencionados, basándose en el análisis de los datos de las hojas de balance, estados financieros, los flujos de efectivo, y los *Informes Anuales* de las empresas. Además, para determinar las posiciones financieras de las GEM se esquematizan doce estudios de casos de las empresas por sectores económicos⁷⁶. En conjunto, esto permitirá la comprobación de los ciclos económicos financieros y las categorías financieras de las empresas de forma empírica.

⁷⁶ Cabe hacer una anotación metodológica en referencia al sector económico: En este trabajo consideramos oportuno incluir el sector económico como parte del entorno de la empresa (Porter, 2006, 2002), pero no se desarrolla un análisis exhaustivo ya que la presente investigación pretende conocer la estructura de gestión financiera de las GEM. Por el contrario, se abre una línea de investigación en este sentido.

Para alcanzar el objetivo planteado el presente capítulo se divide en ocho partes: La primera se refiere a la literatura empírica sobre el análisis de las hojas de balance, desde la perspectiva de Minsky, para determinar su posición financiera; la segunda expone la metodología que se utilizará para analizar una muestra de veintisiete GEM; en la tercera se presenta la participación de en la industria manufacturera y la inversión neta; en la cuarta se estimará el crecimiento de la empresa mediante activos e ingresos nacionales y extranjeros, así como su proceso de internacionalización; en la quinta se presenta la estructura de deuda, pasivos de corto y largo plazo en moneda nacional y extranjera; en la sexta se expone el gobierno corporativo de las GEM; en la séptima se presenta la estrategia de rentabilidad y se explora el origen y destino de las fuentes de financiamiento para determinar la composición del flujo de efectivo con relación a la capacidad de pago. En la última parte se presentan las posiciones financieras de doce GEM representativas, con la revisión de los flujos de efectivo⁷⁷ que conforman la muestra, y finalmente se exponen las conclusiones.

3.1 POSICIÓN FINANCIERA DE LAS EMPRESAS

De acuerdo con Minsky, el desarrollo de una economía cerrada dependía de varios aspectos interrelacionados, como los rendimientos, obligaciones, costos y liquidez de los activos; decisiones de inversión y deuda financiera, que determinarían la posición financiera de las empresas en conservadoras, especulativas y Ponzi en dicha economía (Minsky 1987: 98, Nissanke y Stein 2003, Cozzi y Toporowski 2006: 8). Para Minsky, las transacciones en los mercados financieros involucran los compromisos de pagos futuros (pasivos) o los ingresos futuros (activos).

Los ingresos y las obligaciones de las empresas que se registran en los estados financieros de las empresas son importantes para definir su postura financiera. Actualmente, en la literatura existen varios trabajos que han aplicado la hipótesis de Minsky a las economías abiertas, específicamente en las emergentes del sureste asiático, como los trabajos de Kregel (1998), Arestis y Glickman (2002), y Schroeder (2002), que utilizan el

⁷⁷ Operación, financiamiento e inversión.

razonamiento de los balances contables de Minsky al endeudamiento de los países. A partir de los noventa, en un contexto de economía abierta y liberalización financiera, se incrementa el flujo de capitales y la entrada de nuevos participantes al mercado. Las expectativas de alta rentabilidad condujeron hacia la euforia en los inversionistas, lo que generó una fragilidad financiera (Minsky 1987). En México se genera la crisis de 1995 y otra en 2001, como reflejo de este proceso⁷⁸, debido al impacto de la crisis en Estados Unidos. Para 2008 se está ante un proceso de cobertura internacional.

Con la finalidad de profundizar en el análisis sobre la estrategia de gestión financiera y modo de gobierno corporativo de las GEM, se configuraron once puntos:

- Participación de la muestra en la industria manufacturera.
- Inversión neta.
- Crecimiento de la empresa: activos e ingresos nacionales y extranjeros.
- Internacionalización de las GEM.
- Fusiones y adquisiciones.
- Estructura de deuda: pasivos de corto y largo plazo por tipo de moneda.
- Composición del flujo de efectivo: recursos generados por la operación, inversión y financiamiento.
- Utilidad y rentabilidad: EBIT, ROE y ROA.
- Financiarización de las GEM.
- Capacidad de pago: flujo de efectivo sobre costo de financiamiento.
- Determinación de las posiciones financieras Minsky.

El presente análisis se aplicó a una muestra de veintisiete empresas. La información de cada ejercicio abarcó el periodo de 1990 a 2010.

⁷⁸ De acuerdo a algunos autores, la década de los noventa se caracterizó porque a los problemas bancarios le siguen las crisis cambiarias, pero en la literatura existe la controversia respecto hasta donde la secuencia indica una relación causal (Fernández de Lis y García 2002).

Debe mencionarse que de la muestra original de cuarenta GEM analizada en el Capítulo II, la BMV había cancelado trece empresas que habían caído en graves problemas financieros posteriores a la crisis de 2001. Son diversas las razones que explican la cancelación de algunas. En algunos casos se trató de quiebras financieras, y en otras por fusiones o ventas.

A continuación se expone la situación por la que atravesaron las empresas y el porqué dejaron de cotizar en la BMV. Algunas enfrentaron problemas financieros por las condiciones macroeconómicas prevaletientes, en otras se combinó la mala conducción de estrategias de crecimiento por incapacidad organizacional. El ejemplo más claro es *Ahmsa*, que fue adquirida en 1991 por el *Grupo Acerero del Norte (Grupo Gan)*, que carecía de experiencia en el sector al haberse constituido específicamente para adquirir esa empresa fue privatizada⁷⁹.

En 2003, *Holcim Apasco*, como parte del grupo suizo *Holcim*⁸⁰, se integró a su estrategia de unificación de imagen en todo el mundo. Al año siguiente, el grupo adquirió 31.4 por ciento de las acciones de la empresa mexicana, convirtiéndose en la tenedora de 93.4 por ciento de los títulos.

La industria siderúrgica mexicana arribó a la década de los noventa en un proceso de reestructuración profundo. En este transcurso hubo crisis de sobreproducción en el sector, que a diferencia de otros con la devaluación logró un alto nivel de producción y se posicionó favorablemente en el mercado nacional y extranjero. *Camesa* fue una empresa de la rama que aprovechó la situación, y en 2003 compró *Mexichem* e inició una etapa de expansión; a partir de 2006 pasó a ser *Mexichem*.

⁷⁹ El *Grupo Gan* se constituyó a mediados de 1991 para realizar esta operación, sus socios no tenían experiencia en el campo siderúrgico como empresarios, ni poseían los fondos para concluir su modernización. Con la adquisición el grupo adquirió la responsabilidad de una deuda por 350 millones de dólares y se comprometió a invertir 535 millones de dólares en su rehabilitación y modernización (*La Crónica de Hoy* 2006).

⁸⁰ El grupo suizo *Holcim* (antes *Holderbank*) en 1964, se convierte en el accionista principal de la empresa.

Dina fue privatizada en 1989 al ser obtenida por *Consortio*, de capital 100 por ciento mexicano. Satisfizo la demanda del mercado nacional e internacional; vía IED se expandió a Estados Unidos y Canadá, y abrió una planta en Argentina. Sin embargo, fue incapaz de afrontar la competencia debido a que las adquisiciones resultaron obsoletas, a lo que se combinó un problema de endeudamiento.

Dixon canceló su registro después de cotizar once años en la BMV. En 2005, sus acciones presentaron baja bursatilidad; anunció la adquisición de 610 mil 800 acciones ordinarias, nominativas, clase I, sin expresión de valor nominal, representativas aproximadamente de 1.833 por ciento del capital social suscrito y pagado de *Dixon*, hasta por la cantidad total de 5 millones 802 mil 600 pesos. Actualmente permanece en el mercado como uno de los principales productores de lápices, sólo que ahora es parte del *Grupo Fila-Dixon*, Fila es una empresa italiana.

El *Grupo Alfa*, tenedor de *Hylsamex*, cambió su estrategia y decidió enfocarla a la expansión de negocios petroquímicos, alimentos y partes para motor. Vendió su participación de *Hylsamex* (42.5 por ciento), al grupo argentino *Techint*, la cual también compró 57.5 por ciento de las acciones que estaban en el mercado accionario. *Alfa* recibió 987 millones de dólares por las acciones más el pago de un dividendo de alrededor de 61 millones de dólares; y 107 millones de dólares por su participación minoritaria en el consorcio *Amazonia* ubicado en Venezuela; la adquisición de *Techint* se denomina *Ternium*.

Jugos del Valle, en 2001 concluyó un programa de colocación de europapel comercial por 50 millones de dólares para adquirir liquidez. El año más drástico para esta empresa fue 2003, y se vio obligada a vender bienes de uso. Los saldos de los recursos generados por la operación y el financiamiento fueron negativos. En 2007, la empresa valuada en 370 millones de dólares fue vendida a *Coca Cola Femsa* y *Coca Cola Company*.

Ponderosa y *Qtel* presentaron problemas financieros y dejaron de cotizar en la BMV. Lamentablemente no hay información disponible al respecto.

Pepsi tuvo problemas de generación de efectivo y debió vender algunas acciones, ya que operó una estrategia para integrar las franquicias en la zona metropolitana, ello la obligó a dejar de cotizar en la BMV desde 2002.

Synkro Empresas llevó a cabo la desincorporación de sus empresas por problemas financieros que la forzaron a vender sus activos en 1998. En 2003 solicitó a la BMV la cancelación de sus acciones, lo cual le fue autorizado hasta 2005.

Las acciones de *Savia* tenían un rendimiento negativo en la BMV, por lo que se dio una reestructuración de deuda por 60 millones de dólares en 2002, los que se pagarían en 2005. Además, se presentaron problemas financieros en *Seminis*, subsidiaria de *Savia*. Como parte de esa reestructuración y ordenamiento financiero, la empresa fue vendida el 29 de septiembre de 2003. En 2005, nuevamente se presentaron problemas en el control corporativo entre accionistas (Alejandro Garza Lagüera y Alfonso Romo).

La empresa *Tamsa* fue vendida a *Tenaris Tamsa*, que es parte el *Grupo Techint*, de origen argentino.

Se destaca que *QB industrias* dejó de cotizar y posteriormente volvió a reanudar actividades en la bolsa durante el periodo de estudio, por lo que aparece en el cuadro anexo 3.1 como empresa cancelada⁸¹.

Regio Empresas y *QB industrias* comparten el sector químico, el cual ha sido tan afectado como otros por la entrada de productos a menor costo. Sin embargo, fue diferente la manera como estas firmas enfrentaron situaciones adversas en el contexto macroeconómico.

QB Industrias incumplió con las normas de transparencia que exigen las regulaciones bursátiles y entregó información falsa a los inversionistas⁸². La empresa presentó

⁸¹ Cuando las empresas dejan de cotizar en la BMV la información de las hojas de balance ya no se publican en esta institución.

⁸² Esto derivó en una investigación por parte de la Procuraduría Fiscal de la Federación y una averiguación previa 211/FEFSF/2003 en la Procuraduría General de la República, en la cual se investigaba a miembros del

información a la BMV en la que “omitió” registrar pérdidas cambiarias que ascendían a 12 millones 500 mil pesos en el ejercicio fiscal 2001 y a 1 millón 819 mil 075 pesos en 2002, que representaban cuentas por cobrar, lo que daba un total de 14 millones 319 mil 075 pesos en los ejercicios fiscales. Ello indujo al cuestionamiento público sobre los participantes en la bolsa y la falta de mecanismos que garanticen la credibilidad de la información que emiten. La firma reinició su cotización en la BMV, y en 2006 avisó de la imposibilidad de enviar a tiempo el Código de Mejores Prácticas Corporativas, y el reporte anual (CNBV 2004 y 2006, y BMV 2004 y 2006), al que están obligados de presentar las empresas en esta institución financiera, mostrando su falta de rigor organizacional ante accionistas y autoridades.

En el otro extremo está *Regio Empresas* -también del sector químico- que dirigió su estrategia para controlar costos de operación, inversiones en capital de trabajo y en activo fijo, y continuar con la reducción significativa de los gastos de operación. Además, la reestructuración y consolidación de algunas de las líneas de producto implicó la racionalización y cambios importantes en la forma de operar los negocios. Se reconvirtieron algunos de ellos y se adecuó la estructura financiera. Con ello se sentaron las bases para un crecimiento rentable y la oportunidad de incursionar en oportunidades futuras. No obstante, el aumento en el costo de las materias primas rebasó las acciones tomadas en 2001 y 2002, motivo por el que en 2003 reportó ventas prácticamente iguales que en 2002, pero con bajo margen de utilidad.

La recuperación de cartera fue muy difícil, pero *Regio Empresas* señaló en su *Informe Anual de 2003* que cumplió puntualmente con todos sus compromisos de pago y la disminución de su deuda bancaria en 30 por ciento. Posteriormente, la empresa admitió que el entorno económico de los años previos le fue adverso por lo que tuvo que reducir el volumen de sus negocios con el consecuente efecto en las compras de nuevos productos, en sus flujos de efectivo y en el incumplimiento de obligaciones. Esto colocó a la firma en una

consejo de administración, como Aroldo de Rienzo Betancourt, Javier Amtmann Aguilar, Carlos Bracho González, Jaime Lomelín Guillén y Jaime Rionda Robot. Información obtenida de Badillo (2005) y Ramírez (2005).

situación financiera ligeramente más sólida, pero decidió dejar de cotizar en la BMV para salvaguardar los intereses del público inversionista y del mercado en general⁸³.

Synkro Empresas es un grupo que desde 1995 exhibía información confusa en torno a manejo financiero. Ese año presentó una deuda de 104 mil millones de dólares y una caída en producción de 32.62 por ciento, por lo que dejó de operar más de 20 días. Los dos años siguientes presentó la misma situación pero logró el apoyo de la banca para su capitalización⁸⁴. Con esta operación, la empresa quedó saneada financiera y administrativamente⁸⁵, con un capital contable de 1 mil 400 millones de pesos. A partir de 1998, inició un proceso de venta de sus acciones, y en 2003 suspendió su cotización en la BMV para evitar que los tenedores de títulos fueran afectados por los ajustes en los precios derivados de la próxima venta de la empresa⁸⁶.

La crisis de 2001 tuvo un impacto mucho mayor para las GEM que la de 1995; muchas dejaron de cotizar en la BMV debido a problemas de liquidez. La estimación oficial de crecimiento económico para 2003 fue de 3 por ciento, pero las tasas de crecimiento del PIB total y manufacturero resultaron de 2 por ciento y de menos 2 por ciento, respectivamente. Esto se debió a la lenta recuperación del mercado estadounidense y a la dependencia de la

⁸³ Este acuerdo fue tomado en Asamblea General Extraordinaria de Accionistas de la Sociedad celebrada el día 4 de diciembre de 2003, así como por la constitución del fideicomiso No. 111181-5 celebrado el 8 de diciembre de 2003 con Banco Nacional de México SA, División fiduciaria, que tuvo como fin, entre otros, pagar al precio de 5.9914 pesos cada una de las 18 mil 352 acciones en poder del público inversionista. En la BMV informó que de acuerdo con el oficio DGE-275-275 por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) el día 17 de mayo de 2004, por acuerdo No. DGE-AC-21/III/2004, resolvió aceptar la cancelación de las acciones de esta empresa ante esta institución financiera.

⁸⁴ El siguiente año informó una pérdida neta de 23 millones 400 mil pesos en el primer trimestre, menor que la de 35 millones 900 mil pesos reportada en el mismo lapso del año anterior. En el primer trimestre de 1997 registró una pérdida neta por 80 millones de dólares, el monto global de la deuda fue de 586 millones de dólares, la banca capitalizó 494 millones.

⁸⁵ La BMV informó que en la sesión de consejo del 1 de octubre de 1997, de *Synkro SA de CV*, se acordó que el número de acciones en circulación de la sociedad quedó distribuido de la siguiente manera: serie número de valores A 681 millones 665 mil 488 acciones; C 5 millones 699 mil 266 acciones; total 687 millones 364 mil 754 acciones. Asimismo se autorizó que las 412 millones 635 mil 246 acciones en tesorería quedarían pendientes de suscripción y pago, pudiendo éstas, en los términos que resolviera el consejo en el futuro, ser suscritas y pagadas por lo tenedores del pagaré a mediano plazo, mediante la capitalización de su tenencia en dicho instrumento, incluyendo otros acreedores, siempre y cuando el precio mínimo de suscripción sea de 3.60 pesos por acción (BMV 1997).

⁸⁶ La BMV procedió a suspender la cotización de las acciones identificadas con clave de cotización *Synkro A* y *C* para evitar distorsiones en el mercado debido a la desincorporación de los activos que realizó la empresa a partir del 25 de noviembre de 2003.

economía mexicana. En este contexto se presentó un comportamiento diferenciado de las empresas frente a los cambios manifiestos del entorno económico.

3.2 LA MUESTRA DE GEM

A partir de los resultados del capítulo anterior se optó por emplear técnicas cualitativas para profundizar y complementar el análisis cuantitativo. Se construyó una muestra que se acerca a las características de lo que se llama en la literatura *muestra teórica*⁸⁷. Con ella fue posible estimar la significancia de un fenómeno porque algunos elementos se presentan repetidamente y otros están ausentes cuando se comparan las empresas. Los primeros son suficientemente importantes para ser tomados como categorías (Strauss y Corbin 1990: 176-179).

Estas muestras evolucionan conforme avanza el análisis y dan soporte para descubrir y relacionar categorías relevantes por sus propiedades y dimensiones (Yin 1994: 49-53). Son importantes para responder preguntas y establecer comparaciones. Enseguida se enumeran algunas de sus propiedades:

- Acumulativas, porque sus conceptos y relaciones se incrementan para interactuar entre los datos y el análisis.
- De profundización en el análisis para enfocar en áreas específicas.
- Consistentes, porque reúne sistemáticamente datos de cada categoría.
- Determinación porque asegura la noción de variación y el proceso como una densidad.
- Flexibles, porque es necesario tener muchas respuestas.
- De verificación, en tanto los datos y la evidencia empírica ayudan a comprobar la teoría.
- De control, ya que este tipo de muestra no es aleatoria sino planeada.

⁸⁷ En las muestras teóricas los datos o casos son elegidos por su representatividad y características específicas. Se utiliza un tipo de muestreo conveniente.

La presente investigación desarrolló el siguiente criterio metodológico de selección para la construcción de la muestra:

- a) De la muestra original empleada en el Capítulo II, de cuarenta GEM, se seleccionaron las empresas que permanecieron cotizando en la BMV a lo largo del periodo de 1990 a 2010, lo que da un total de veintisiete⁸⁸.
- b) El periodo de análisis de esta muestra fue de 1990 a 2010 sobre la base de la información publicada y disponible en la BMV, específicamente de las hojas de balance.

Las muestras convenientes son notables para la investigación. Aportan resultados con validez científica, que son generalizables, precisos y verificables⁸⁹, que habitualmente son de tipo cualitativo. Este tipo de investigación cualitativa no es un conjunto rígido e inamovible de proposiciones sino un proceso constante de construcción.

Para la determinación de las posiciones financieras de las empresas se seleccionaron doce estudios de caso, dos por cada sector económico para establecer comparaciones. Se estimó el flujo de efectivo sobre el costo del financiamiento y se complementó esta información con datos cualitativos. Las GEM se seleccionaron a partir de ventas, activos, flujo de efectivo y con base al criterio cualitativo que representa su comportamiento de pago. Se contrastó la teoría (Yin 1994) de las posiciones financieras de las empresas de Minsky con la evidencia empírica producto de los resultados del análisis de los datos, lo que definió la posición financiera de las empresas de la muestra.

Algunos autores consideran que en las empresas hay causalidades complejas que pueden sistematizarse con generalizaciones contingentes sobre la base de teorías tipológicas, ya que en muchos fenómenos sociales existen patrones y secuencias causales identificables⁹⁰, lo cual es el caso para el objeto de estudio de la presente investigación.

⁸⁸ Como se comentó en las conclusiones del Capítulo II, el análisis replicado con la metodología de Singh y Hamid (1992), cumplió el objetivo de comprobar que la tendencia de la estructura de financiamiento de las GEM en México es la de financiarse más por fuentes externas que internas.

⁸⁹ Para mayor detalle sobre investigación cualitativa véase Altheide y Johnson (1995).

⁹⁰ A fin de abundar sobre las muestras teóricas y su utilización véase Yacuzzi (2005).

A partir de esta muestra se analizó la estrategia de gestión financiera y el modo de gobierno corporativo de las GEM en México. Se profundizó en los estados financieros y en los flujos de efectivo de la muestra propuesta conforme la metodología descrita.

Según se señaló en el capítulo anterior, una limitante para esta investigación es la escasa disponibilidad de la información. Las hojas de balance de las empresas son prácticamente la única fuente disponible con información contable y financiera, y las firmas que cotizan en la BMV están obligadas a publicar su información pero no siempre lo hacen⁹¹.

En el cuadro anexo 3.2 se presenta la selección de GEM por sectores económicos⁹², que conforman la muestra que se analizará en este capítulo durante el periodo 1990-2010⁹³.

En primer lugar se presenta la información sobre la participación de las empresas en el PIB manufacturero y su inversión neta. Lo anterior facilita posicionar a las empresas de la muestra en el contexto de su sector económico.

Una de las limitaciones metodológicas del estudio de Singh y Hamid (1992), es que no considera en la estructura de capital de las empresas el origen geográfico de sus ingresos (ventas), por lo que es relevante analizarlos a detalle por su origen: nacionales y extranjeros.

Para el estudio de los datos de las hojas de balance de las empresas de la muestra se emplearán las distinciones de ventas y pasivos por tipos de moneda (nacional y extranjera), con el fin de determinar su crecimiento empresarial y si las GEM tienen capacidad de pago para hacer frente a sus obligaciones financieras derivadas de sus obligaciones, específicamente de la deuda. Se presentan los activos y los ingresos para el periodo

⁹¹ Existen casos extremos en los cuales las empresas recurren a mecanismos jurídicos para evitar el reportar su información contable y financiera en la BMV, tal es el caso de *QB Industrias* la cual presentó con retraso su información y se amparó judicialmente, incluso reportó información falsa en 2001 y 2002. Vitro es otra de las empresas de esta muestra que dejó de presentar sus informes a la BMV por su mala situación financiera, en 2008 y 2010.

⁹² Estos sectores económicos están en referencia a la clasificación NAICS mencionada en el Capítulo II.

⁹³ Varios autores como Garrido (1999) y Basave (1997), han empleado un tipo de muestra de empresas manufactureras similar a la que se presenta en esta investigación. Particularmente el segundo autor sugiere que es suficientemente representativa.

analizado, el *ranking* por activos y ventas, la estructura de mercado, de pasivos de corto y largo plazos, y por tipo de moneda. Se estiman las utilidades antes de intereses e impuestos (EBIT), el rendimiento de capital (ROE) y la relación que existe entre utilidades y activos (ROA)⁹⁴.

Posteriormente, se toma como base los datos de la demostración del flujo de efectivo⁹⁵ para analizar las fuentes de financiamiento: recursos generados por la operación (ingresos, proveedores, otros pasivos), recursos generados por las inversiones (banca y bursátil, otros financiamientos), recursos generados por el financiamiento propio (dividendos y aportaciones de capital) y externo (deuda bancaria y bursátil), para así conocer su composición en el periodo. Se estimó el flujo de efectivo sobre el costo del financiamiento, esta información se complementó con la de los *Informes Anuales* para determinar las posiciones financieras de los doce estudios de caso.

Por último, se presenta un cuadro donde se ubicará la posición financiera de los estudios de caso dentro de las categorías de Minsky -conservadora, especulativa y Ponzi- a partir del flujo de efectivo que es determinado endógenamente. Específicamente se tomaron los rubros de los recursos de la operación, del financiamiento, la inversión, el saldo del flujo de efectivo, algunos aspectos cualitativos que reflejan el modo de gobierno corporativo de las GEM relacionados con sus capacidades y habilidades organizacionales⁹⁶, con lo que se determinó en conjunto la estrategia de gestión financiera de las GEM. La evidencia empírica demuestra que a partir de las hojas de balance, particularmente del

⁹⁴ EBIT, ROE y ROA por sus siglas en inglés. Son razones financieras.

⁹⁵ El flujo de efectivo es resultado de la suma de los recursos generados por la operación, el financiamiento y la inversión. Para más detalles de las cuentas que comprenden cada rubro revisar la figura 3.1 de este capítulo. Además, el estado de flujo de efectivo es diferente del estado de resultados porque no se basa en los métodos de contabilidad acumulativa donde no todos los ingresos son un flujo positivo (Bodie y Merton 2003:67).

⁹⁶ La capacidad organizacional consiste en coordinar los recursos y las actividades económicas en la empresa en función de los diversos objetivos y metas, donde se combinan los diferentes mecanismos de la empresa para lograr la adaptación de los nuevos conocimientos con los previos. Esta es una característica que difícilmente se puede transferir a otra empresa, se adquiere a través de conocimientos de aprendizaje organizacional. Esta capacidad junto con la estratégica o selectiva, funcional y de aprendizaje, conforman la competencia económica de una empresa (Carlsson y Eliason 1994), (Alcouffe y Kammoun 2003). Estos autores sostienen que en el análisis de la competencia económica, el debate actual se centra en las competencias de las empresas, particularmente en la estructura y estrategia, por lo que la estrategia de gestión financiera es relevante.

comportamiento del flujo de efectivo se infiere que tienden a una inestabilidad financiera⁹⁷, que en situaciones de crisis como la que se vivió a partir de 2008 se hace evidente, pero que dicha inestabilidad no llega a una fragilidad sistémica por la habilidad que han adquirido las GEM en el manejo de gestión financiera y por la actuación del Estado.

A continuación se presenta la información conforme a los ejercicios propuestos para demostrar la hipótesis planteada en la presente investigación.

3.3 PARTICIPACIÓN DE LAS GEM EN EL SECTOR MANUFACTURERO

En primer lugar se presenta la participación de las GEM en el PIB manufacturero (véase cuadro anexo 3.3), las empresas individualmente tuvieron una baja contribución en la producción, pero que fue significativa en conjunto, salvo en los años de las crisis que tuvo una caída mínima. Tal como se señaló, la mayor importancia de una muestra conveniente radica en la riqueza de la información específica y cualitativa que aporta para el análisis. En este caso, en el carácter del gobierno corporativo y de la estrategia de gestión financiera de las GEM.

En cuanto a la información estadística del Sistema de Cuentas Nacionales del Instituto Nacional de Estadística y Geografía (Inegi), se atiende a una notación metodológica: El registro de los datos de la producción se ordenaba por divisiones y ramas del periodo 1988 - 2002. A partir de 2003, esas estadísticas se agruparon sólo como industrias manufactureras conforme la clasificación NAICS, que es la misma que se ha observado en el análisis de la presente investigación⁹⁸.

⁹⁷ En la literatura contemporánea existen trabajos en donde se aplica el análisis de las hojas de balance y específicamente los flujos de efectivo para determinar la inestabilidad financiera de las empresas, argumentando que ésta se transmite al ámbito macroeconómico (Fazzari *et al.* 2008: 20). Para mayor detalle véase el Capítulo I.

⁹⁸ Desde el Capítulo II, la clasificación de las empresas de la muestra por sector económico sigue la que se emplea en América del Norte (NAICS).

En el periodo analizado aumentó la inversión neta de las GEM. Se observa que decreció debido a la crisis de 1995, pero creció levemente durante ese tiempo. Para 2007 y 2008, algunas firmas incrementaron su inversión como *Bimbo*, *Cemex*, *Alfa*, *Grupo Modelo* y *Vitro* (véase cuadro anexo 3.4). Este aumento de inversión se reflejó en los activos de las GEM. Se constata este hecho por el incremento de IED, derivado de la estrategia de crecimiento que estas empresas iniciaron en la década de los noventa (véanse cuadros anexos 3.10 y 3.11). Incluso, *Bimbo* adquirió activos externos al inicio de la crisis de 2008.

3.4 ESTRATEGIA DE CRECIMIENTO DE LAS GEM

Como se señaló en el capítulo anterior, en el que se replicó la metodología de Singh y Hamid (1992), en diversos trabajos de análisis financiero no se emplea la variable ingresos o ventas como indicador del tamaño de la empresa, solamente los activos netos. Pero dado que esa variable es relevante para el logro del objetivo de este capítulo, ha sido necesario incluirla como indicador de crecimiento. Si esa variable se ignora habría un sesgo hacia la consideración del valor en libros de la empresa sin conocer el comportamiento real en los mercados que participan. Una razón para incluir esta variable se explica por el interés de conocer la estructura de mercado de las GEM. Para determinar su crecimiento empresarial se presenta la participación de los activos en el periodo analizado, el *ranking* para los años de 1990, 1995, 2001 y 2008. En segundo lugar se muestra lo que corresponde a las ventas.

3.4.1 ACTIVOS E INGRESOS NACIONALES Y EXTRANJEROS

En este apartado se comprueba que las GEM desarrollaron una estrategia generalizada de crecimiento dirigida a adquirir activos en el exterior con resultados exitosos y otros no tanto. En el primer caso estarían *Bimbo* y *Cemex*, y en el segundo *Vitro*.

Las empresas con mayor crecimiento de activos en promedio durante el periodo fueron *Cemex*, *Alfa*, *Vitro*, *Grupo Modelo* y *Bimbo* (véase cuadro anexo 3.5). Destaca el caso de

Bimbo, empresa que a partir de la crisis de 2008, logró aumentar sus activos en mayor proporción que sus similares. Por ejemplo, los activos externos fueron de 4 mil 816 millones de dólares para ese año. A pesar de la crisis mundial, *Bimbo* ha realizado varias operaciones de adquisición de activos como fue la compra de *Weston Foods* en Estados Unidos⁹⁹, la operación fue concretada por más de 2 mil 300 millones de dólares, con lo que se convierte en la primera empresa de su sector en la economía mundial¹⁰⁰.

Cemex sobresale en esta muestra por su estrategia de crecimiento y gestión financiera, y por su inversión en nuevos mercados en condiciones favorables de rentabilidad. La empresa ha mostrado una mayor presencia en la economía mundial a partir de los noventa, y gracias a su vecindad con Estados Unidos, inició su expansión hacia países de América Latina, Europa, Asia y Oceanía. En 2008, registró activos externos por 39 mil 607 millones de dólares. Con la crisis actual, la empresa enfrentó problemas financieros y recurrió a la venta de activos no estratégicos. Comenzó una desincorporación en Estados Unidos por los síntomas de depresión de esa economía en 2007, y se expandió a Oceanía a través de la compra de *Rinker* en Australia. Al mismo tiempo vendió algunas de sus plantas productoras en Austria y Estados Unidos (2008). La situación se agravó para *Cemex* en 2009, cuando se vio forzada a vender su subsidiaria *Rinker* en Australia al *Grupo Holcim* por más de 1 mil 800 millones de dólares, que representaban 249 plantas de concreto, 83 canteras de agregados y 16 plantas de concreto¹⁰¹, con lo que dejó el mercado de Oceanía. Actualmente, *Cemex* ofrece servicios y productos en más de 50 países y ocupa el tercer lugar a nivel mundial en ventas de cemento y clinker.

Otro caso destacado es el del *Grupo Durango* ahora *Bio-Pappel*, que de 1990 a 2008 tuvo un descenso en el *ranking* de activos del lugar 6 al 13 (véase cuadro anexo 3.6). Sus activos externos fueron de 76 millones de dólares en 2008 (Basave y Gutiérrez-Haces 2010), los cuales se hallan en Estados Unidos y Argentina. Esta empresa enfrentó una situación

⁹⁹ *Bimbo* cerró un trato con la empresa *Dunedin Holding Sarl*, subsidiaria de la canadiense *George Weston Limited* para adquirir su división panificadora *Weston Foods* que se encuentra en Estados Unidos.

¹⁰⁰ *Bimbo* recurrió a financiamiento (de *George Weston Limited*) por 2 mil 300 millones de dólares (600, 900 y 800 millones a uno, tres y cinco años respectivamente) y 83 millones de dólares de sus ingresos propios para realizar la compra de *Weston Foods*.

¹⁰¹ La venta se hizo efectiva en 2010.

financiera sumamente desfavorable al final del periodo analizado. Esta situación se remonta a 2003, cuando anunció un programa de reestructuración operativa y financiera, el cual fue aceptado por sus acreedores. Este plan de reingeniería permitió abatir en 428 millones de dólares sus niveles de deuda y facilitar las condiciones para obtener ahorros. Actualmente cuenta con nueve fábricas de papel y 24 plantas de empaques de cartón en México y Estados Unidos y daba empleo a siete mil 500 personas. *Grupo Durango* inició un proceso de quiebra luego de no pagar los intereses de su deuda ante la crisis financiera mundial (2008), debido al incumplimiento del pago de intereses de sus bonos¹⁰², solicitó una reestructuración de sus pasivos de 1 mil 520 millones de dólares en 2010¹⁰³, a la par anunció su cambio de razón social a *Bio-Pappel* bajo el argumento de una estrategia de compromiso con la protección del medio ambiente, pero esto no se reflejó en la información financiera a través de un incremento de inversiones, activos o la adopción nuevos procesos tecnológicos, por lo que suponemos que el cambio de razón social tiene que ver más con el proceso de reestructuración de deuda¹⁰⁴ que por un cambio tecnológico en la producción¹⁰⁵.

De esta muestra *Vitro* es el caso más dramático desde el punto de vista del desempeño empresarial, poseía 397 millones de dólares en activos externos en 2008, sin embargo se observa su caída en el *ranking* de activos, del lugar 1 al 9 de 1990 a 2008 (véase cuadro anexo 3.6). En 2009, *Vitro* dejó de pagar su deuda afectada por pérdidas en instrumentos derivados, la que fue contratada con los bancos *Credit Suisse*, *Calyon*, *Merryll Lynch*, *Barclays* y *Citibank* por 240 millones de dólares, para protegerse de las fluctuaciones de los precios del gas natural, pero la crisis financiera que estalló en 2008 le provocó pérdidas cuando los precios del hidrocarburo comenzaron a bajar. Esta situación la llevó a solicitar

¹⁰² Los bonos tiene un vencimiento en 2017. *Bio-Pappel* solicitó la protección contra sus acreedores a una corte de bancarrota en Nueva York, luego de acogerse a un proceso de concurso mercantil en México, a través del cual espera renegociar su deuda por 1 mil 520 millones de dólares. Es la segunda vez que esta empresa recurre a un concurso mercantil, la primera vez fue en 2004.

¹⁰³ *Bio-Pappel* planea vender su planta estadounidense *Mc Kinley Paper* por los altos costos de insumos y el impacto de la desaceleración económica.

¹⁰⁴ Se desconocen los prestamistas de *Bio-Pappel* o la incorporación de nuevos socios.

¹⁰⁵ Se revisaron los *Informes Anuales*, las hojas de balance reportadas a la BMV e información en prensa.

un concurso mercantil voluntario preacordado¹⁰⁶, que fue negado mediante una sentencia judicial en enero de 2011.

En conjunto, las GEM más globalizadas fueron *Cemex*, *Bimbo*, *Alfa*, y *Gruma*, lo cual coincide con estudios recientes sobre la internacionalización de las multinacionales mexicanas, como los desarrollados por Basave y Gutiérrez-Haces (2010 y 2009). De estas cuatro empresas, *Alfa* es un conglomerado diversificado con sus grupos de negocios: *Alpek* (petroquímicos), *Nemak* (autopartes de aluminio), *Sigma* (alimentos refrigerados) y *Alestra* (telecomunicaciones a nivel mundial).

De acuerdo al *ranking* de activos, la mayoría de las GEM modificaron su posición a lo largo del periodo. Como se mencionó anteriormente, las empresas más grandes por tamaño de activos perduraron en los diez primeros lugares a lo largo del periodo. En ese grupo se halla *Cemex*, *Alfa*, *Vitro*, *Grupo Modelo* y *Bimbo*. Con respecto de 1990 a 2008, algunas han salido de ese conjunto como *Grupo Continental*, *Grupo Durango* y *Grupo Industrial Saltillo*. *Coca Cola Femsal*¹⁰⁷ por el contrario, de no pertenecer a ese grupo al inicio de la década de los noventa, pasó a formar parte desde 1995 con la posición diez, y en 2008 ocupó el cuarto lugar (véase cuadro anexo 3.6). A pesar de que resintió los efectos de la crisis en 2001, la empresa continuó con sus planes de expansión; 3 por ciento del flujo de operación se destinó a la estrategia de consolidación en Argentina y compró la marca *Mundet*, con lo que no abandonó su objetivo de ser líder en América Latina.

Llama la atención el caso de *Simec* -la principal subsidiaria de *Ichb*-, que de ubicarse en la posición veintisiete en 1990, pasó a ocupar el décimo lugar en las diez primeras empresas en 2008, debido al tipo de actividad que realiza. *Simec* produce aceros no planos con una amplia gama de perfiles, estructurales, comerciales, varillas y aceros especiales que se emplean en las ramas de la construcción, automotriz y manufacturera¹⁰⁸, después de que fue

¹⁰⁶ El 17 de diciembre de 2010.

¹⁰⁷ *Coca Cola Femsal* cotiza en la BMV como *Kof*.

¹⁰⁸ *Simec*, inició sus operaciones de acero en el año de 1969 en Guadalajara, Jalisco, como *Compañía Siderúrgica de Guadalajara SA de CV (CSG)*. En 1980, se constituyó *Grupo Sidek* convirtiéndose en la compañía tenedora de *CSG*, posteriormente esta empresa consolidó sus operaciones de acero en una subsidiaria independiente (*Simec*) en 1990. *Ichb* adquirió el 62 por ciento de las acciones de *Simec* en 2001.

comprada por *Icbh* en 2001 inició una etapa de expansión adquiriendo plantas en México, Estados Unidos y Canadá; en México compró *Corporación Aceros DM* y ciertas afiliadas (*Grupo San*) por 850 millones de dólares.

Por el tamaño de activos de las GEM, destacan los casos de *Cemex*¹⁰⁹, *Alfa*, *Vitro* y *Bimbo*, la primera pasó de ser el segundo lugar en 1990 a ocupar el primero para 1995 y lo sostuvo en 2008, *Alfa* se ha mantenido entre los tres primeros lugares, y por el contrario *Vitro* pasó a ocupar el noveno lugar, *Bimbo* a partir de la crisis iniciada en 2008 realizó su mayor operación de adquisición de activos en el exterior con lo que logra concretar su incursión en el ámbito global.

Para observar el crecimiento de los activos se tomó como referencia 1994, un año antes de la crisis, ya que en los noventa las empresas tuvieron más oportunidad de acceder a financiamiento externo y fuera del país, además de que las expectativas de rentabilidad eran altas en los primeros años de los noventa. Se observa una variación en el periodo analizado de 1990 a 2010 (véase cuadro anexo 3.5), las empresas que disminuyeron sus activos fueron *Parras* que incluso dejó de cotizar en noviembre de 2008, *Vitro*, *Qumma* e *Iasa*, mientras que las empresas que tuvieron un incremento fueron *Ichb*, destacando con más de 18 puntos positivos, le siguen *Coca Cola Femsa*, *QB Industrias* y *Cementos Moctezuma*, de estas tres la última no tenía activos en el exterior, sólo contaba con 50 plantas en el país con una capacidad de producción anual de hasta 2 millones de metros cúbicos de concreto.

Simec opera indirectamente a través de su subsidiaria *Compañía Siderúrgica de California, SA de CV (CSC)* la planta más grande de aceros estructurales no planos, ubicada en la ciudad de Guadalajara, Jalisco, y la planta de aceros no planos ubicada en la ciudad de Mexicali Baja California. En agosto de 2004 adquirió las plantas de aceros especiales de *Industrias Ferricas del Norte (Sidenor)* en México, ubicadas en las ciudades de Apizaco, Tlaxcala y Cholula, Puebla las que aumentaron la capacidad instalada de *Simec* a 1.1 millones de toneladas anuales. En julio de 2005, *Simec* adquirió el 50.22 por ciento de *Republic Engineered Products* con lo que aumentó su capacidad instalada a 2.8 millones de toneladas anuales, esta empresa cuenta con seis plantas en los Estados Unidos localizadas en Ohio, Nueva York, Indiana y una planta en Ontario, Canadá, *Republic Engineered Products* es el principal productor de aceros especiales en Estados Unidos.

¹⁰⁹ *Cemex* fue fundada en 1906, le tomó más de 15 años ser una empresa global, los anteriores ochenta y cinco años los dedicó a consolidarse en el mercado nacional y adquirió la experiencia suficiente para convertirse en uno de los jugadores mundiales en el negocio del oro gris, detrás de *Holcim* empresa con sede en Zurich Suiza, y *Lafarge* con centro de operaciones en París Francia (*Informe Anual de Cemex 2006*).

Como ya se mencionó en esta muestra de GEM hay empresas que adquirieron activos en el exterior como parte de su estrategia de expansión. *Cemex* había realizado grandes inversiones en Estados Unidos, pero ante el cambio de perspectivas económicas inició la venta de activos en ese país¹¹⁰ y Europa, modificando el rumbo de su inversión, por lo que adquirió 90 por ciento de las acciones de *Rinker Group Limited* en Australia. Estas negociaciones, atendieron a un movimiento anticipado del presidente de *Cemex* para protegerse ante los problemas de hipotecas en el mercado *subprime* en Estados Unidos y que la había afectado por la baja actividad de sus plantas en ese país. Para 2008 enfrentó la nacionalización de su planta en Venezuela y rechazó del gobierno de Hugo Chávez una oferta de 650 millones de dólares. Decidió recurrir a un arbitraje internacional, pero dejó las puertas abiertas para seguir las negociaciones. Así como esta empresa tiene activos en el exterior, 43 por ciento de las GEM se expandieron al exterior a través de IED, que para el año de 2011 superaba el 48 por ciento¹¹¹ (véanse cuadros anexos 3.10 y 3.11).

La participación de las ventas de las GEM a lo largo del periodo analizado presenta una generalidad (véase cuadro anexo 3.7), al comparar la primera parte de la década de los noventa con la segunda se obtiene que aumentó; para los años de la primera década del siglo XXI siguió esta tendencia, salvo algunas empresas como *Iasa*, que de 2003 a 2010 redujeron su participación al punto de ser más baja que al inicio de los noventa. La variación de las ventas como en los activos también se halla en referencia a 1994; las empresas que tuvieron la mayor variación positiva en ventas fueron *Ichb* con más de 40 puntos positivos, siguiéndole más conservadoramente *Cementos Moctezuma* y *QB Industrias*; las de menor variación fueron *Iasa*, *Qumma* y *Vitro*. En el sitio contrario está *Parras*, empresa que tuvo una caída muy fuerte en ventas en 2008 (100 por ciento), lo que la llevo a dejar de cotizar en la BMV en noviembre de ese año.

¹¹⁰ *Cemex* tuvo que vender activos de sus inversiones en Estados Unidos como parte de los requerimientos impuestos por las autoridades de ese país, para quedarse con *Rinker* y también por la crisis hipotecaria en Estados Unidos. Por lo que entabló negociaciones con *CRH*, una compañía internacional de materiales para la construcción con sede en Irlanda. Los activos en Estados Unidos son: tuberías de concreto, las operaciones de materiales y productos de concreto en la región Pacífico Noroeste (Utah, Wyoming, Nebraska, Nuevo México y El Paso Texas), las operaciones de agregados de Kentucky y las plantas de cemento en Wampum, Pennsylvania y Fairborn Ohio, entre otras.

¹¹¹ Para junio de 2013, este porcentaje se mantiene estable.

El incremento de activos de *Bimbo* no tiene una correspondencia proporcional con sus ventas, lo cual se interpreta como una estrategia de crecimiento de largo plazo (véase cuadro anexo 3.7), lo cual fue posible a través de la contratación de deuda.

A continuación, en el *ranking* de ventas durante los años de las crisis, se registra que *Cemex* ocupó a partir de 2001 el primer lugar en el *ranking*. *Parras*, en los años de la crisis, pasó de ocupar el lugar quince al veintisiete, fue la única empresa que incluso registró pérdidas en ventas en 2008; y *Kimberly Clark* dejó de estar entre los diez primeros lugares mientras que *Coca Cola Femsá* se situó en el grupo en el mismo año, tal como sucedió en los activos, al comparar 1990 con 2008. *Simec* se situó también entre las primeras diez en 2008; en 1990 tenía la posición veintisiete (véase cuadro anexo 3.8). A través del *ranking* de ventas se confirma que el grupo de las diez primeras empresas prácticamente se conserva dentro del rango, a pesar de las crisis.

En el tamaño de la empresa medido por ventas también *Cemex*, *Alfa* y *Bimbo* se mantuvieron como las más grandes. *Bimbo* pasó a ocupar un lugar dentro de las tres primeras a partir de 2001 (véase cuadro anexo 3.7). Esto demuestra que las estrategias son particulares y dependen no sólo del tamaño sino también de las capacidades y saberes adquiridos que determinan un modo de gobierno corporativo.

El liderazgo en crecimiento empresarial por ventas lo tienen *Cemex*, *Alfa* y *Bimbo* desde 1990, lo que se explica porque lo iniciaron desde antes de esa década. Las más grandes resultan más sólidas para enfrentar las etapas de crisis, el sector al que pertenecen también es explícito pero hay otras capacidades producto de su experiencia que influyen en la permanencia de las empresas durante el periodo, destacando que la estrategia de crecimiento y gestión financiera basada en deuda para adquirir activos particularmente en el exterior es una característica en común.

Conforme el análisis de Singh y Hamid (1992), el contexto de las economías fue cerrado, sin distinguir los ingresos por origen geográfico, asumiendo que las empresas sólo vendían al interior de su país. Esta situación cambió significativamente en México desde fines de

los ochenta y en el ámbito internacional, por lo que a partir de los noventa existía otro contexto en el país¹¹². Por tanto es importante determinar la estructura de mercado, a partir de estudiar las ventas de las GEM por origen, esto es, nacionales y extranjeras (véanse cuadros anexos 3.9 (A) y 3.9 (B)).

Las empresas *Gembunidas*, *Nutrisa* y *Cementos Moctezuma* que se ubican en el sector de alimentos, bebidas y comercio, y minerales no metálicos, tuvieron el 100 por ciento de ingresos nacionales en todo el periodo; junto con *Grupo Continental*, *Maseca*, y *Macma*, que tuvieron también ingresos nacionales por encima del 98 por ciento. Le siguen en porcentaje *Herdez*, *Grupo Modelo* y *Coca Cola Femsa* con porcentaje mayores a 50 por ciento. *Alfa*, *QB industrias* que pertenecen a otros sectores tuvieron entre 74 y 99 por ciento de ingresos nacionales (véase cuadro anexo 3.9 (A)).

Cabe hacer una anotación para el caso de *Gruma (Grupo Maseca)* y *Maseca (Grupo Industrial Maseca -Gimsa)*, que contaba con 18 plantas y una capacidad instalada de 2.3 millones de toneladas de harina de maíz al año, son dos empresas que forman parte de un mismo grupo que es *Grupo Maseca* el que como estrategia de crecimiento dividió sus operaciones, por un lado su expansión al mercado externo y por otro la consolidación del mercado interno, sin embargo *Maseca* tiene ingresos extranjeros por su estrecha relación comercial con su filial de grupo *Gruma* los cuales representan un poco más del 1 por ciento y provienen mayormente del mercado de Estados Unidos.

Para la primera década del siglo XXI también *Gembunidas*, *Nutrisa* y *Cementos Moctezuma* repitieron en su composición de la estructura de mercado, a ellas se suma

¹¹² Algunos autores consideran que a partir de los noventa se dio una descentralización de la producción distribuida en diferentes regiones y países que fue producto del sistema de producción adoptado hace más de tres décadas por el sistema mundial (Pozas 2006:73). Los flujos que ingresaron a América Latina produjeron efectos muy significativos en la estructura económica de la región, en algunos casos una transnacionalización de los principales agentes económicos como una consecuencia del proceso de globalización y de las reformas económicas en América Latina, lo que fortaleció a las empresas extranjeras frente a las estatales (Mortimore y Peres 2001:19). Para las grandes empresas mexicanas y latinoamericanas los cambios en la política de los gobiernos basados en la apertura de la economía nacional (mayor competencia en el comercio y las inversiones) y la liberalización financiera, posibilitaron el acceso a otros mercados (sobre todo en América del Norte) a través de los acuerdos de libre comercio (UNTACD 1999, CEPAL 2006). Este fue el contexto que impulsó la expansión de estas empresas hacia el exterior, y por otra parte, las condiciones macroeconómicas restrictivas internas.

Qumma. La empresa *Bimbo* tenía una estructura de mercado en la que predominaban las ventas internas, pero a partir de la primera década del siglo XXI su participación en el mercado exterior fue mayor, esto es acorde con el incremento de activos en el exterior registrado por esta empresa derivado de su estrategia de crecimiento en el largo plazo (véase cuadro anexo 3.9 (B)); en esta misma línea se puede ubicar *Simec* que aumentó su presencia en el mercado externo de manera relevante, esta subsidiaria de *Ichb* que a través de *Republic Engineered Products* tiene más del 50 por ciento de acciones, lo que le permitió expandir sus operaciones a Estados Unidos y Canadá. Esta operación incrementó las ventas de *Ichb* (véase cuadro anexo 3.7).

Cemex aprovechó su posición de líder de precios dentro del mercado interno por la contracción de la demanda interna por la crisis de 1995, redujo sus ventas locales y logró recuperarse. Obtuvo enormes beneficios al final de los noventa, gracias a que el Estado consintió políticas discrecionales para erigir carreteras y por el incremento de la construcción de vivienda en los últimos años, con lo que mantuvo su liderazgo en el mercado local¹¹³.

Como hemos visto, la mayoría de las GEM tienen activos en el exterior como parte de una estrategia de crecimiento, pero compiten con productos de consumo masivo y de bajo valor agregado, lo cual puede explicarse revisando algunos hechos históricos. En México, durante el modelo de industrialización sustitutiva de importaciones (ISI), las empresas transnacionales ocuparon nichos de mayor valor agregado y las nacionales se ubicaron en los de medio y bajo, en la línea de productos basados en industrias básicas, alimentos y bebidas, y determinados servicios. Las más tradicionales se ubican en actividades en el área de las manufacturas destinadas a mercados masivos, como el de las bebidas sin alcohol, cerveza y los productos alimenticios (CEPAL 2005). La especialización de este tipo de empresas se ubica en sectores de tecnología madura, estrechamente vinculados al procesamiento de recursos naturales (Mortimore y Peres 2001: 26 Mortimore *et.al.* 2000),

¹¹³ En México recurrió a un amparo para no pagar impuestos derivados de las ganancias obtenidas en lo que se consideran países *paraísos fiscales*. La Suprema Corte de Justicia ya ha resuelto casos similares y negado el recurso jurídico, pero el caso de *Cemex* aún no estaba resuelto.

que sería el caso de las empresas cementeras, a diferencia de las empresas asiáticas que se centran en la producción de bienes de alto contenido tecnológico.

3.4.2 INTERNACIONALIZACIÓN DE LAS GEM

En este apartado se presenta la evolución que han tenido las grandes empresas en México, debido a que la mayoría de las contenidas en la muestra se han internacionalizado y pasado a ser multinacionales, como lo demuestran algunos estudios¹¹⁴.

En la literatura se considera un primer ciclo de IED durante los años setenta, en el que economías en desarrollo, como la de México, invirtieron en el mercado externo y se expandieron hacia los países con los que mantenían fronteras geográficas naturales. Con la crisis de la deuda de los años ochenta se interrumpió el flujo de recursos de IED, por lo que las GEM tuvieron que desincorporar activos para enfrentar la situación. El resultado de este entorno fue el segundo ciclo de IED al inicio de los noventa, Basave y Gutiérrez-Haces (2010). En esta década, algunas de las grandes empresas mexicanas iniciaron un proceso de cambio y uno de los rasgos principales de ello fue la internacionalización de sus actividades productivas¹¹⁵. Ese proceso desembocó en que, en general, se convirtieron en multinacionales regionales de tamaño medio en el continente americano, y algunas intentaron establecerse como líderes globales dentro de su industria.

La mayoría de estas empresas se modificaron con base a las capacidades generadas durante el ISI¹¹⁶. Estas habilidades se constituyeron en una ventaja competitiva en el contexto del cambio en la organización económica y del sector industrial que se dio en México por la reforma económica iniciada a fines de los ochenta. Se modificaron, asimismo, las reglas y condiciones de operación de los mercados. Así fue como se configuró una nueva

¹¹⁴ Basave (2006), Chudnovsky y López. (1999) y Garrido (1999 y 2006).

¹¹⁵ Este proceso es una etapa de la evolución general de la empresa por lo que sus características y resultados están vinculados a la naturaleza, historia, estructura y competencias organizacionales lo que determina diferentes estrategias y trayectorias de las empresas (Coriat y Dosi 1994 y 2000 Chandler 1992).

¹¹⁶ Un análisis detallado de esos procesos puede verse en Garrido (1999).

organización económica en el país, abierta, desregulada y dinamizada por la acción de los actores privados, específicamente las grandes empresas nacionales y extranjeras que orientan su actividad a la economía internacional. Las acciones gubernamentales se dirigieron a estimular el nuevo liderazgo privado, particularmente de las importantes empresas locales, lo cual se configuró como el factor medular que explica el éxito logrado en el proceso de internacionalización.

Las capacidades y habilidades adquiridas de las GEM en el ISI permitieron a las empresas asumir de manera activa los desafíos creados con la apertura de la economía al exterior¹¹⁷. Ello les permitió el desenvolvimiento económico en el sentido de Schumpeter (1992), y de Dunning (1994), y les generó incentivos para mejorar su desempeño económico mediante la entrada a mercados externos y la internacionalización productiva. El resultado fue un cambio cualitativo en su escala de operaciones, niveles de costo y eficiencia, más próximos a los estándares de la economía global.

En conjunto, el aprendizaje de las GEM las condujo a realizar estrategias agresivas hacia la internacionalización en los noventa, con la característica en común de incrementar el tamaño de las empresas mediante la expansión en la economía internacional, tanto con el aumento de exportaciones como en la internacionalización de su producción a través de la inversión directa y de las fusiones de empresas en el exterior. Ello permitió que se convirtieran en multinacionales de alcance regional en el continente americano¹¹⁸, y algunas tuvieron un alcance global. Las estrategias de internacionalización de las empresas fueron diversas de acuerdo a las particularidades de las industrias, estructuras de mercado y estilos corporativos.

Esta transformación empresarial fue exitosa en términos generales. *Cemex*, por ejemplo, se convirtió en una empresa global que disputa el liderazgo de su industria; *Bimbo* se situó recientemente en el mismo caso. También existen casos de graves fracasos como *Dina*,

¹¹⁷ Esto confirma las tesis del evolucionismo sobre el cambio industrial con base en los aprendizajes de la organización (Nelson y Winter 1982), en contraste con la tesis de la “mano invisible”, desde la que se fundamentaron las acciones de reforma por parte de las autoridades mexicanas (Garrido 1999).

¹¹⁸ En la lógica de Dunning (1988, 1994), estas empresas buscaron aprovechar de diversa manera sus ventajas OLI con el fin de enfrentar los nuevos desafíos de la competencia global (Garrido 1999).

*Seminis y Vitro*¹¹⁹. Debe destacarse que hay factores de carácter institucional que permiten explicar el curso divergente de ambas direcciones.

LAS POLÍTICAS DE REFORMA ESTRUCTURAL Y SU IMPACTO SOBRE LA TENDENCIA A LA INTERNACIONALIZACIÓN DE LAS EMPRESAS

En términos generales, en las políticas públicas aplicadas en México en los ochenta para promover la reforma económica estructural, no se registra alguna en particular para promover la internacionalización de las inversiones de las grandes empresas, pero a partir de 1988, potenciaron la tendencia evolutiva hacia la internacionalización. Por una parte, en las condiciones generales de competencia, las políticas se dirigieron a promover el liderazgo de las grandes empresas a través de las relaciones financieras: la política de promoción del comercio exterior y la política industrial, así como los cambios institucionales en las empresas y las políticas de desregulación y liberalización de impacto específico. Por otra parte, se aplicaron políticas que favorecían el liderazgo de estas empresas para que se insertaran a la nueva configuración competitiva del país con relación al exterior.

El resultado de esas políticas -generales y específicas- fue el reajuste en las condiciones tradicionales de competencia oligopólica, desde las correspondientes a una economía cerrada y con fuerte intervención estatal hacia una economía abierta y relativamente desregulada con predominio de las empresas privadas. Así, las políticas públicas favorecieron a los grandes conglomerados empresariales privados nacionales para que se reubicaran exitosamente frente a las nuevas condiciones nacionales e internacionales¹²⁰.

Algunas de estas políticas tuvieron un efecto indirecto, mientras que otras operaron directamente para potenciar la tendencia de la internacionalización de las empresas. Entre las primeras se encuentran las de rescate a firmas con deudas en dólares aplicadas desde

¹¹⁹ Estas empresas forman parte de la muestra en la presente investigación.

¹²⁰ Para un análisis del proceso que lleva a este liderazgo de las grandes empresas mexicanas puede revisarse a Garrido (1998).

1983, mediante el Fideicomiso para la Cobertura del Riesgo Cambiario (Ficorca). Sin este programa no hubieran podido retomar el camino de su saneamiento financiero y reestructuración económica. Tampoco obtuvieron las condiciones para enfrentar con éxito su actual internacionalización.

Entre las políticas que apoyaron indirectamente el proceso de internacionalización se halla la privatización de empresas públicas no financieras, que se aplicó a favor de las grandes empresas, entre las cuales se hallan algunas GEM que se analizan en la presente investigación. La privatización de los bancos generó que algunos quedaran en manos de un grupo de empresas que se han internacionalizado, con lo que se potenció su capacidad financiera para la expansión nacional e internacional.

Mediante la privatización bancaria, los nuevos propietarios formaron grupos financieros que en las condiciones de un sostenido proteccionismo, permitió a las que participaron en las adquisiciones obtener utilidades financieras extraordinarias, y disponer de condiciones muy favorables para apoyar sus procesos de inversión. Varias de las empresas actualmente internacionalizadas ocuparon un lugar relevante en este nuevo universo financiero.

Asimismo, hubo dos conjuntos de políticas que por diversas razones operaron de manera más directa para apoyar dicha tendencia. El primer conjunto fue el que se aplicó en 1990 para reformar el sistema financiero, con la renegociación de la deuda externa en el marco del Plan Brady, como una de sus principales medidas. Esto contribuyó al crecimiento e internacionalización de las grandes empresas permitiéndoles regresar a los mercados financieros internacionales, luego de casi una década de exclusión. En este contexto, las empresas accedieron no sólo a los fondos que requerían para financiar las inversiones en el país, sino que también lograron los recursos necesarios para efectuar sus inversiones directas en el exterior, ya sea mediante fusiones y adquisiciones (FyA) o por la vía de instalar nuevas plantas, lo que mejoró su competitividad y eficiencia.

Otro conjunto de políticas que tuvo gran impacto directo para impulsar la internacionalización de las empresas, fueron las reformas para regular el comercio exterior

y determinar las condiciones de acceso de la IED al país. Respecto a las primeras, el gobierno había asumido una política de apertura unilateral del comercio exterior, bajando anticipadamente el nivel de sus aranceles a niveles que luego serían los requeridos por la Organization for Economic Cooperation and Development (OECD) y eliminando prácticamente los controles no arancelarios a partir de 1986. Las industrias que habían estado tradicionalmente protegidas se abrieron bruscamente a la competencia internacional, como la del cemento, cerveza y textiles, entre otras, lo que hizo surgir un nuevo desafío competitivo determinante para que las empresas mexicanas asumieran la salida al exterior mediante IED, como parte de sus estrategias de crecimiento y desempeño económico.

Otro factor que impulsó la internacionalización fue el inicio del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), con efectos contrapuestos en 1994. De una parte, se avanzaba hacia una meta deseada por muchas de las grandes empresas, como era acceder más favorablemente al mercado estadounidense, que es una frontera natural para la expansión internacional de sus negocios, tanto en la exportación de productos como para las inversiones directas en ese país. De este modo, el acuerdo regional aceleró la llegada de IED al país, porque las empresas extranjeras buscaban posicionarse dentro de éste y desde allí potenciar su acceso al mercado de Estados Unidos.

Desde inicio de la década de los noventa hasta 2002, la IED creció a 10.7 por ciento en promedio anual en la economía en su conjunto y en la industria manufacturera en 12 por ciento, como se señala en el documento de *Inversión Extranjera Directa y Capacidades Tecnológicas* de Domínguez y Brown (2004)¹²¹ y De María *et. al.* (2012). Con la llegada de esas inversiones se incrementó la competencia para las grandes empresas en el mercado local, lo que se convirtió en un nuevo factor de impulso hacia la internacionalización.

También, se sumó la reducción o supresión de medidas tradicionales que regulaban el acceso de la IED al país. En diversos sectores se eliminaron esas regulaciones y se produjo una mayor presencia de esas inversiones, con lo que se incrementó progresivamente su

¹²¹ Este documento fue elaborado por Lilia Domínguez y Flor Brown en el marco del proyecto “Inversión extranjera, teoría y práctica; experiencia comparativa de México y España”, CEPAL (2004).

presencia con proyectos propios así como en el control de empresas cuyos propietarios originalmente eran mexicanos. En consecuencia, estas políticas crearon un incentivo competitivo en las firmas locales, lo que se tradujo en un impulso para la internacionalización de las GEM mexicanas.

TENDENCIAS EVOLUTIVAS DE LAS GRANDES EMPRESAS MEXICANAS DESDE EL ISI HASTA LA INTERNACIONALIZACIÓN

Debe destacarse que el proceso de internacionalización se detonó sobre la base del desencadenamiento de fuerzas económicas generado por las empresas al desarrollarse y evolucionar, configurando la base de lo que la literatura señala como *ventajas propietarias* (Dunning 1994). La mayoría se conformaron durante el periodo del ISI, específicamente en los sesenta e inicios de los setenta. Algunas tienen su origen a principios del siglo XX, como *Alfa*, *Vitro* y *Visa*, que se conformaron en un principio en un conglomerado conocido como *Grupo Monterrey*. Empresas como *Carso*, *Pulsar* o *Dina*, surgidas en los años ochenta y noventa, tuvieron su base en las establecidas desde el ISI, como *Teléfonos de México*, *Conдумex* y *Dina*, entre otras, que debido a privatizaciones y operaciones de compra, se convirtieron en estos nuevos conglomerados surgidos durante la reforma económica estructural.

En general, estas empresas se dedicaron preferentemente a transformar materias primas para producir bienes de consumo masivo (alimentos, tabaco, cervezas, refrescos) o bienes intermedios (cemento, vidrio, acero, químicos y petroquímicos). En términos de las modalidades de propiedad y control corporativo, la principal característica que comparten es que son empresas de propiedad familiar. De tal forma que sus miembros ocupan los altos puestos de mando.

A partir de los setenta, esos grupos decidieron que algunas de sus empresas se convirtieran en sociedades anónimas para cotizar en el mercado de valores, pero mantuvieron el control

del paquete mayoritario de acciones en poder de dicho grupo. Es habitual encontrar que los propietarios mayoritarios de una de estas corporaciones participan en los consejos de administración de otras firmas, lo que dio lugar a un complejo tejido de relaciones entre propietarios y sus beneficios intangibles a partir del manejo de información privilegiada compartida.

En cuanto a la estructura de inversiones, las empresas industriales originalmente poseían una cierta actividad principal, pero desarrollaron procesos de integración vertical que en varios casos llegó a ser prácticamente total. En esta línea de evolución de sus inversiones, en los setenta, varias empresas se mantuvieron con actividades centradas en un cierto tipo de producción, mientras que otras evolucionaron hasta conformar conglomerados diversificados. Esto se explica por la necesidad de combinar distintos ciclos de productos, como ocurrió con *Alfa* o *Desc*. Sin embargo, hubo otra tendencia a la diversificación que podemos llamar como *no articulada*, en el sentido de que no respondía directamente a la dinámica del negocio principal¹²². Este tipo de diversificación se caracterizó por la aplicación de inversiones en actividades distintas respecto de su campo original de negocios. Esto puede ser comprendido como un intento de estas GEM para continuar creciendo dentro del mercado interno, al llegar al límite de crecimiento en la industria principal donde operaban debido al tamaño reducido de los mercados.

Finalmente, tanto los propietarios que se mantuvieron centrados en un tipo de actividad, como aquellos que diversificaron sus negocios antes de la crisis de 1982, ocuparon por lo regular posiciones importantes como accionistas de bancos, casas de bolsa y aseguradoras. También, formaron parte de los consejos de administración de esos organismos. Esta articulación entre inversión industrial y financiera permitió que las estrategias de negocios de las empresas contaran tradicionalmente con soluciones financieras altamente favorables, y que la ganancia fuera un componente normal en las utilidades globales de estos empresarios. De esta forma, las grandes firmas asumieron en general una estructura organizativa bajo la forma multidivisional y con controladoras, cuya función es gestionar las relaciones entre las entidades.

¹²² La diversificación es un rasgo de la industrialización tardía (Bisang 1996).

Durante el periodo del ISI, esas empresas fueron capaces de generar diversos recursos o activos especializados (Collins y Montgomery 1997). Generaron alianzas con firmas del exterior. Con esto se abocaron a desplegar y adaptar a sus procesos productivos tecnologías creadas en otros países. Se destacan los casos de *Hylsamex* y *Televisa*, que realizaron desarrollos tecnológicos originales y de impacto internacional.

Asimismo, generaron recursos de tipo habitual como las capacidades funcionales para responder a los competidores; las de control financiero, gerencial y la habilidad para operar empresas multiplantas de gran tamaño con base en corporativos relativamente pequeños, como el caso del *Grupo Carso*.

Estas empresas han operado en ambientes de negocios diferentes y cambiantes a lo largo de su historia: en contextos de estabilidad, alto proteccionismo, intervención estatal y acelerada expansión durante los años sesenta y setenta. Tuvieron que enfrentar escenarios de quiebra que se intensificaron debido a los ambientes recesivos e inflacionarios de los ochenta. Para los noventa, se modificarían las condiciones por el proceso de apertura de la economía al exterior, con la desregulación económica interna en un contexto de breve expansión que desembocaría en la crisis de 1995, en la registrada en 2001, y en la que inició en 2008. Cabe decir que las condiciones estructurales prevalecen en la actualidad. Debe destacarse la capacidad de sobrevivencia y crecimiento en entornos cambiantes por parte de las grandes empresas y cómo, a través de esas experiencias aprendieron a tener conductas flexibles y adaptativas¹²³.

Como resultado del proceso de evolución durante el ISI, las empresas se abocaron a la creación de activos específicos, acumularon conocimientos gerenciales y tecnológicos, y desarrollaron formas y capacidades de organización hasta lograr consolidarse dentro de las líneas de productos maduros que lograron fortalecer durante los ochenta. Así, para la siguiente década, pudieron ampliar su escala de negocios por el límite del mercado interno.

¹²³ Muchos de los hijos de las familias propietarias de estas empresas realizaron estudios de posgrado en los Estados Unidos, para convertirse posteriormente en los presidentes de las mismas.

Este proceso las llevó a la búsqueda de mercados internacionales para incrementar tamaño y rentabilidad ante las nuevas condiciones implantadas por las reformas económicas.

CARACTERIZACIÓN GENERAL DE LOS RASGOS Y ESTRATEGIAS DE LAS GEM INTERNACIONALIZADAS EN LOS NOVENTA

Para enfrentar la competencia global ante la apertura de la economía, las grandes empresas llevaron a cabo estrategias complejas y novedosas que incluyeron la internacionalización de sus inversiones directas.

En los primeros años de los noventa, las GEM iniciaron un proceso de internacionalización (véase cuadro anexo 3.11). El proceso se realizó conforme a distintos grados de participación en sus estructuras de propiedad y control por parte de empresas extranjeras.

La internacionalización de las GEM era todavía un fenómeno de marcado tono regional como lo muestra, en primer lugar, el predominio de las inversiones hacia los Estados Unidos, y en segundo lugar hacia países de Centro y Sudamérica. En pocos casos se han radicado inversiones de GEM en Europa en la primera década del siglo XXI. *Cemex*, por ejemplo, registra inversiones relevantes en Asia, África y Oceanía¹²⁴, y se cuenta con los casos de *Bimbo* y *Gruma*. Lo anterior indica que la tendencia de internacionalización está influida por las *ventajas de localización* tanto por la vecindad con Estados Unidos, que constituye una *frontera natural* para la expansión al exterior, tanto por la presencia de mexicanos y latinos en su territorio, y por ser el mercado más grande del mundo. En cuanto a los países de América Central y Cono Sur, tales ventajas son posibles debido a la unidad lingüística y cultural.

Otro rasgo que destaca en la información proporcionada en el cuadro anexo 3.11 se refiere al tipo de sector en el que operan las empresas internacionalizadas, ya que en lo general son

¹²⁴ *Cemex* tuvo inversiones en Australia hasta 2008, las retiró un año después.

generadoras de productos maduros, intervienen en el procesamiento de materias primas para manufacturar bienes de consumo generalizado e insumos intermedios.

En las empresas consideradas se encuentran algunas que son conglomerados diversificados y que se internacionalizan con la expansión de una cierta línea de producción en la que se han concentrado. Un aspecto notable es que la internacionalización no está estrechamente determinada por el tamaño de la empresa, debido a que son las condiciones de industrias y mercados específicos las que tienen mayor peso.

Se puede decir que las empresas se han internacionalizado a partir de combinar exportaciones e inversión directa en el exterior, pero esta dinámica no ocurre necesariamente con relación a los mismos mercados. Este desempeño internacional de las firmas seleccionadas responde a distintas conductas estratégicas operadas con base a un conjunto básico de factores de decisión.

Destacan dos factores: en el primero se indican los que tienen relación con la estructura de las GEM y sus líneas de negocios, y lo que se refiere a las modalidades asumidas para impulsar su crecimiento. En cuanto a la estructura, se observa que la mayoría de las GEM efectuó su internacionalización sobre la base de una de sus líneas tradicionales de negocios y abrió la propiedad al mercado o modificó la estructura de su organización.

En torno a las modalidades de crecimiento, se estableció una distinción entre las que asumieron el país como frontera de crecimiento, y las que llevaron a cabo su internacionalización. En las primeras, el crecimiento se reparte entre operaciones de compra de empresas, nuevas inversiones y participación en privatizaciones. Un grupo significativo realizó innovaciones y estableció alianzas estratégicas.

Un aspecto decisivo para esta evolución de la IED de México al exterior fue el acceso de las empresas a los mercados financieros internacionales con el objetivo de financiar competitivamente dicha expansión. Este requerimiento cobró mayor importancia para varias de las empresas consideradas en el grupo seleccionado, ya que a los fondos para lograr su posicionamiento en los mercados internacionales se sumaron los que se habían

dispuesto en el mismo periodo, tanto para participar en las privatizaciones de empresas públicas, buscando aumentar su escala de negocios en el país, o por necesidades financieras, como es el caso de *Alfa* y *Cemex*.

En un informe sobre el impacto de la crisis en las multinacionales mexicanas realizado por Basave y Gutiérrez-Haces (2010), basado en una muestra de veinte multinacionales mexicanas, se menciona que los dos sectores industriales mexicanos con mayor presencia de IED son telecomunicaciones (40 por ciento) y el de minerales no metálicos (35 por ciento) y bebidas y alimentos (10 por ciento); el segundo y el tercero son los que tradicionalmente concentraban la IED, hasta que, recientemente, la gran expansión a América Latina de las dos empresas de telecomunicaciones, *América Móvil* y *Carso Global Telecom*, ha convertido a este sector en el de mayor dinamismo (véase cuadro anexo 3.10). Los resultados de la presente investigación coinciden con los del estudio de Basave y Gutiérrez-Haces, con base a la evidencia de que las empresas pertenecientes a los sectores minerales no metálicos y bebidas y alimentos han logrado su expansión a través de IED; los casos más representativos de cada sector son *Cemex* y *Bimbo*, respectivamente.

3.4.2.1 FUSIONES Y ADQUISICIONES

Tal como se ha señalado anteriormente, a partir de la década de los noventa, la estrategia de crecimiento de las GEM mexicanas fue expandirse hacia el exterior a través de inversiones directas o FyA. En este apartado se presentan algunos casos representativos como el de *Coca Cola Femsá*, que tomó una decisión estratégica al hacer un intercambio de su negocio de cerveza (*Cervecería Cuauhtémoc Moctezuma*) por el 20 por ciento de las acciones de la cervecera global *Heineken*, lo cual le permitió incrementar sus utilidades arriba del 5 por ciento. Esta operación se llevó a cabo al final de 2010. Tal desempeño atrajo a inversionistas como es el caso de Bill Gates, quien a la fecha (2011) posee casi el 30 por ciento de las acciones de este grupo.

Como se señaló, en el sector de minerales no metálicos destaca el caso de *Cemex*, que emprendió varias adquisiciones de activos en el exterior. Asimismo, *Cementos Chihuahua* compró *Alliance Concret Inc.*, en Iowa, Estados Unidos, que es el mayor productor de concreto premezclado en la región, resultado de la fusión en 2008, de *Joe's Ready Mix* y *Russells Ready Mix*.

En el sector de bebidas y alimentos, el *Grupo Modelo* es una de las diez empresas más grandes del mundo. Invertió 520 millones de dólares en su nueva planta productora en Coahuila. Por una parte tenía como socio estratégico a *Anheuser-Bush Cos.*, que es una firma norteamericana, con el 50.2 por ciento de las acciones no controladoras y una participación de voto del 43.9 por ciento. Por otra parte, *InBev NV* (belga brasileña) es la productora más importante de cerveza a escala mundial, y compró *Anheuser-Bush Cos.*, por la cantidad de 60 mil 800 millones de dólares, con lo que se convirtió en el actual socio de *Grupo Modelo*, con el nombre de *Anheuser-Busch InBev Nv*. Esta transacción se realizó sin el consentimiento de *Grupo Modelo* (entre 2008 y 2010), por lo que solicitó un arbitraje internacional que resultó en un fallo negativo para el grupo mexicano.

Otro ejemplo es la empresa *Monaca*, subsidiaria de *Gruma* en Venezuela, que fue expropiada en 2010. *Gruma* es líder a escala mundial en el procesamiento y producción de harina de maíz y tortilla. Actualmente tiene presencia en 102 países con 93 plantas. En ese año pagó anticipadamente 817 millones de dólares, con lo que liquidó en su totalidad los adeudos contraídos después del refinanciamiento de instrumentos derivados del tipo de cambio.

Otra de las empresas que realizó ventas y alianzas fue *Herdez*, la cual por un lado vendió activos de *Yavaros Industrial* en 2007 y realizó una alianza estratégica con *Kuo Desc* para formar la empresa *Herdez del Fuerte*, que tiene cuatro alianzas estratégicas con *McCormick & Co. Inc.*, dos con *Hormel Foods Corp.*, y otra con *Barilla Ger Fratelli SPA*.

Por lo general, las GEM mexicanas basan su estrategia de crecimiento y gestión financiera en financiamiento externo -deuda- para adquirir activos en el exterior, las FyA han estado desde la década de los noventa.

3.5 ESTRUCTURA DE DEUDA: PASIVOS DE CORTO Y LARGO PLAZOS EN MONEDA NACIONAL Y EXTRANJERA

En este apartado se refuerza el argumento del segundo factor en el que las GEM utilizan deuda como una estrategia de crecimiento empresarial, principalmente a través de inversión directa en otros países, demostrando un nivel alto de apalancamiento.

Tal como se estableció el análisis para los activos y ventas, distinguiendo por tipo de moneda, se prosigue con los pasivos, diferenciando además por corto y largo plazos (véanse cuadros anexos 3.12 (A) y 3.12 (B)), bajo la consideración de que en 2007 ya se percibían los primeros efectos de la crisis mundial iniciada en 2008. Se observa que hay cambios notorios en el manejo de la estructura del financiamiento externo. En primer lugar se presenta la deuda de corto plazo y en segundo la de largo plazo, haciendo énfasis en los años de crisis.

DEUDA DE CORTO PLAZO

Se observó que en 1990 las empresas que contrataron más deuda de corto plazo en moneda nacional, en un porcentaje mayor a 50 por ciento, fueron *Bimbo*, *Cementos Moctezuma*, *Grupo Continental*, *Grupo Industrial Saltillo*, *Kimberly Clark*, *Maseca*, *Parras* y *QB Industrias*, que representan el 33 por ciento de la muestra. El porcentaje de este tipo de deuda en moneda extranjera no rebasó el 50, sólo *Ichb* se financió con el 70 por ciento.

Con la crisis de 1995, la muestra tuvo otra estructura de financiamiento. Las empresas que registraron deuda de corto plazo en moneda nacional en un porcentaje mayor a 50 por

ciento fueron *Grupo Durango, Ecko, Iasa, Ichb, Maseca, Nutrisa y QB Industrias*, representando el 26 por ciento de la muestra. La deuda de corto plazo en moneda extranjera resultó ser una fuente de financiamiento más utilizada por las empresas, en comparación con lo sucedido en 1990, con el aumento en montos superiores. Las GEM que en ese año no rebasaban ni 10 por ciento, se financiaron hasta más del 30 por ciento (*Grupo Continental*, de 0.42 a 36.43 por ciento, y *Cementos Moctezuma*, de 8.83 a 59.94 por ciento, en 1990 y 1995, respectivamente). Otras rebasaron 50 por ciento (*Cementos Moctezuma, Herdez y San Luis Corporativo*). Lo que denota que viraron hacia los mercados externos ante la crisis en México y las perspectivas en materia crediticia.

Las GEM que tenían deuda de corto plazo en moneda nacional en un porcentaje mayor a 50 por ciento en 2001, fueron *Ahmsa, Cementos Moctezuma, Grupo Industrial Saltillo, Herdez, Iasa, Ichb, Macma, Maseca, Nutrisa y Qumma*, constituyendo el 41 por ciento de la muestra. La deuda de corto plazo en moneda extranjera disminuyó para la mayoría de las empresas, sólo tres (*QB Industrias, San Luis Corporativo y Simec*) presentaron en 2001, porcentajes mayores a 50 por ciento.

La composición del financiamiento cambió para 2008: se incrementó la deuda de corto plazo en moneda nacional en toda la muestra, así las GEM que superaron 50 por ciento fueron *Ahmsa, Cementos Moctezuma, Grupo Continental, Ecko, Grupo Industrial Saltillo, Herdez, Iasa, Macma, Maseca, Nutrisa, Parras y Qumma*, lo que representó el 44 por ciento de la muestra.

Nutrisa registró 100 por ciento en deuda de corto plazo en moneda nacional enfocados a un segmento de mercado específico (productos naturistas), y porque es una franquicia.

Cabe destacar a *Grupo Modelo y Vitro*, que evolucionaron de distinta forma y mostraron un comportamiento distinto a las empresas de la muestra durante los últimos tres años del periodo de estudio.

La primera, *Grupo Modelo*, cambio su estructura de financiamiento en moneda extranjera de largo plazo hacia la de corto plazo para después liquidarla. Cabe señalar que hasta el momento se conserva en esta misma situación. Esto es producto de la operación que se comentó anteriormente, en la que *Anheuser-Busch InBev Nv* se convirtió en socio de ese grupo.

Vitro, a diferencia de la otras GEM de la muestra, siguió incrementando su deuda en moneda extranjera de corto plazo, incluso pagando en su totalidad la deuda en moneda nacional de corto plazo. A pesar de estas modificaciones enfrentó una grave situación financiera que la obligó a declararse voluntariamente en concurso mercantil. En conjunto, la tendencia en el financiamiento de corto plazo en moneda nacional que se observa desde 2007, muestra que las empresas tienden a modificar su estructura hacia una mayor deuda de corto plazo en moneda nacional, lo cual les evita el riesgo cambiario.

DEUDA DE LARGO PLAZO

Las GEM con financiamiento en deuda de largo plazo en moneda nacional representaron el 33 por ciento de la muestra en 1990. La que mostró mayor porcentaje fue *San Luis Corporativo* (38.99 por ciento), le siguieron *Maseca* (31.12 por ciento) y *Grupo Industrial Saltillo* (30.02 por ciento). Las GEM que tuvieron un porcentaje más alto en moneda extranjera fueron *Grupo Modelo* (47.68 por ciento), *Cemex* (48.27 por ciento), *Vitro* (39.58 por ciento) y *Alfa* (24.12 por ciento). El resto de la muestra no superó 20 por ciento de este tipo de deuda.

La composición de la deuda de largo plazo cambió en 1995 respecto de 1990, al incrementarse su uso en moneda extranjera. El 70 por ciento de la muestra recurrió a ella; el porcentaje de participación en la estructura también aumentó en montos que superaron 40 por ciento con respecto a 1990, como son *Coca Cola Femsá* (75.20 por ciento), *Gembunidas* (70.30 por ciento), *Cemex* (67.33 por ciento), *Cementos Chihuahua* (63.91 por ciento), *Ahmsa* (58.25 por ciento), *Kimberly Clark* (50.07 por ciento), *Alfa* (51.46 por

ciento), *Grupo Modelo* (46.16 por ciento) y *Gruma* (45.24 por ciento). Esto también se desencadenó con la deuda de largo plazo en moneda local, la cual creció en porcentaje y en número de empresas, en comparación con 1990, sin embargo fue mayor el financiamiento en moneda extranjera.

El 30 por ciento de la muestra se financió con deuda de largo plazo en moneda extranjera en 2001. De este porcentaje, las empresas que ocuparon este tipo de fuente de recursos en un porcentaje mayor a 60 por ciento fueron *Gruma* (62.85 por ciento), *Cemex* (64.93 por ciento), *Gembunidas* (71.44 por ciento) y *Grupo Modelo* (73.45 por ciento).

La crisis que inició en 2008, modificó la estructura de la deuda de largo plazo de las GEM hacia la deuda de corto plazo, en lugar de continuar con deuda de largo plazo en moneda extranjera. En este año, el porcentaje de empresas que recurrieron a ésta representó 44 por ciento de la muestra, pero bajó el volumen en esa moneda. El porcentaje más alto lo tuvo *Cementos Chihuahua* con 79.32 por ciento, desde 2007 se observa esta tendencia. Es evidente que esta crisis obligó a las GEM a redefinir su estrategia de financiamiento; por ejemplo *Iasa*, que desde 2005 cambió su deuda a corto plazo en moneda nacional. Las empresas que de 2007 a 2008 incrementaron su deuda de largo plazo fueron *Alfa*, *Bio-Pappel*¹²⁵, *Kimberly Clark*, *Macma*, *QB Industrias* y *Vitro*, como casos de excepción.

A partir de 2007, disminuyó el manejo de deuda de corto y largo plazo en moneda extranjera, y se incrementó la de corto plazo en moneda nacional. Ese rasgo persistirá mientras no se establezca la economía mundial. Una de las razones por la que las empresas cambiaron su deuda externa hacia la interna fue para reducir los impactos de los riesgos devaluatorios. En consecuencia, estas GEM enfrentan un problema de fragilidad financiera potencial que podría agravarse tanto con las fluctuaciones del tipo de cambio como con la contracción de las operaciones en sus mercados, ya sean locales o internacionales.

Con la crisis de 2008, algunas de las GEM hicieron público que enfrentaban problemas de liquidez, incluso iniciaron procesos de concurso mercantil como en el caso de *Grupo*

¹²⁵ Antes *Grupo Durango*.

Durango, lo que ocasionó su cambio de razón social a *Bio-Pappel*, otra de las empresas que siguió este camino fue *Vitro*, la cual desde 2010 está en un concurso mercantil.

A partir de esta crisis, el factor compensatorio de la intervención del Estado se hace más evidente, caracterizándose por una presencia activa para compensar con el otorgamiento de diferentes apoyos a las GEM con fragilidad financiera.

Al inicio de esta crisis (2008), el gobierno federal otorgó a través de Nacional Financiera (Nafin) y Banco de Comercio Exterior (Bancomext), 8 mil 500 millones de pesos a empresas que necesitaban liquidez para enfrentar sus compromisos ante la situación financiera, de los cuales *Cemex* recibió 1 mil 260 millones de pesos aproximadamente, y *Vitro* un préstamo de 100 millones de dólares contra colateral hipotecario en noviembre de 2008. Otra GEM que parecía enfrentar una situación difícil fue *Gruma*, que anunció su desinversión en activos para afrontar a sus acreedores y abrir parte de su capital a un nuevo inversionista que le inyectara recursos, el monto se estimaba en 50 millones de dólares¹²⁶. Estos hechos muestran la vulnerabilidad financiera de las GEM. Sin embargo, la forma como las empresas afrontaron la coyuntura externa dependió de su estrategia de gestión financiera y el modo de gobierno corporativo, aunado a la intervención del Estado para compensar su caída y evitar el colapso del sistema.

Estas prácticas compensatorias se han modificado de las que tradicionalmente se dieron en los ochenta, esto no quiere decir que se hayan abandonado, como es el caso de los financiamientos y estímulos fiscales para proyectos de energía eólica. Pero hay que dejar claro que no son de la magnitud de lo que fue Ficorca.

En general, el ambiente económico no fue nada favorable para las GEM. Se estimaba que las empresas mexicanas tenían que renovar alrededor de 32 mil millones de pesos en deuda de corto plazo antes de finalizar 2008 (Nafin 2008), en un ambiente de aversión al riesgo de países emergentes, lo que a las GEM les complicaba la búsqueda de financiamiento en el exterior.

¹²⁶ Para 2013, *Gruma* no registra cambios en este sentido.

Una tendencia de las GEM es que se financian cada vez más con deuda de corto plazo. De tal forma que a lo largo del periodo de análisis se incrementó la participación en moneda extranjera, sobre todo la de corto plazo, porque el crédito externo es más barato y sus activos y ventas les aseguran enfrentar sus compromisos. Los impactos de las crisis externas las hicieron más frágiles, como la crisis actual, que por su magnitud obligó a varias de ellas a cambiar su estrategia a moneda nacional por la falta de liquidez en el exterior. Las instituciones bancarias locales disminuyeron el crédito, esto también es un factor poco favorable en general para las empresas. Sin embargo, las grandes empresas tienen mayor oportunidad de obtener financiamiento porque sus activos son garantía y además está el plan de apoyo del gobierno federal para enfrentar la crisis. Este proyecto del gobierno federal incluyó a empresas como *Satélites Mexicanos*, *Grupo Pulsar*, *Agromex*, *Agronitrógenos*, *San Luis Corporativo*, *Comercial Mexicana* y *Fertinal*.

El resultado de la mayor participación de la deuda de corto plazo en la muestra es congruente con estudios realizados en otros países en desarrollo, lo que es diferente en la forma como se financian las GEM en los países desarrollados, donde prevalece la deuda de largo plazo.

En el cuadro anexo 3.13 se observa que en el proceso de financiamiento de las GEM se combinaron fuentes internas y externas con una tendencia de la deuda de corto plazo.

3.6 GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS GEM

Este apartado tiene por objeto mostrar la evidencia del modo de gobierno corporativo que las GEM han seguido en las últimas dos décadas en México, en el que ha predominado que el grupo accionista mayoritario de estas empresas sea el beneficiario del retiro de las utilidades a través del pago de dividendos. Este grupo controlador tiene una estrategia de expansión de la empresa hacia el exterior vía IED principalmente, la cual se ha basado en deuda de corto plazo con lo que la empresa aumenta de tamaño, rentabilidad, poder de mercado y de negociación, lo cual le confiere una imagen de solidez y con potencial de

retorno de dividendos, consiguiendo atraer a nuevos inversionistas de menor tamaño que retiran dividendos en proporción a las acciones que poseen, pero en una empresa altamente endeudada y por lo tanto muy frágil.

Los resultados que se presentan en este apartado reflejan el origen y destino del financiamiento y demuestra que las GEM tienden a emplear deuda de corto plazo más que acciones para crecer y usar sus utilidades para el pago de dividendos a los accionistas. Para ello se analizó la composición de los flujos de efectivo de los recursos generados en la operación, el financiamiento y la inversión¹²⁷. En 1993, a partir de los cambios en la reglamentación de la BMV, las empresas estuvieron obligadas a reportar información adicional a los estados financieros en lo referente a la demostración del flujo de efectivo (figura 3.1), lo que permite conocer el origen y destino del financiamiento.

¹²⁷ De acuerdo con la teoría de las finanzas corporativas, las empresas tienen estas fuentes de financiamiento para determinar el saldo en efectivo e inversiones al final de cada periodo contable (Merton y Bodie 2003: 68-70). Esto se conoce como el flujo de efectivo.

Figura 3.1
Rubros del Flujo de Efectivo

A. Recursos Generador por la Operación
A.1 Resultado antes de Partidas Extraordinarias
A.2 Partidas que no requieren la Utilización de Recursos
A.3 Flujo Derivado del Resultado Neto (A.1. + A.2.)
A.4 Flujo de Cambio del Capital de trabajo
B. Recursos Generados por el Financiamiento
B.1 Derivados por Financiamiento Externo
B.1.a. Financiamiento Bancario y Bursátil CP
B.1.b. Financiamiento Bancario y Bursátil LP
B.1.c. Dividendos Cobrados
B.1.d. Otros Financiamientos
B.1.e. Amortizaciones Financiamiento Bancario
B.1.f. Amortizaciones Financiamiento Bursátil
B.1.g. Amortizaciones Otros Financiamientos
B.2. Derivados por Financiamiento Interno
B.2.a. Incrementos Descontados en Capital Social
B.2.b. Dividendos
B.2.c. Prima Venta de Acciones
B.2.d. Aporte para Futuro Aumento de Capital
C. Recursos Generados por la Inversión
C.1. Resultado de Inversiones Permanentes
C.2. Compra de Bienes de Uso
C.3. Incremento en Construcciones Permanentes
C.4. Venta Otras Inversiones
C.5. Venta de Activo Fijo
C.6. Otras Partidas
A+B+C = Flujo de efectivo = Incremento neto en efectivo e inversiones.

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros reportados a la BMV.

Con la información reportada por las empresas a la BMV se presenta en primer lugar la de los recursos de la operación (véanse cuadros anexos 3.14 y 3.15).

El porcentaje de este rubro del flujo de efectivo en el periodo analizado indica que las empresas en los años de las crisis tuvieron valores positivos, con excepción de algunos casos como *Ahmsa*, *Vasconia*, *QB Industrias*, *Qumma* y *Simec*, en 1995; *Iasa*, *Vasconia* e *Icbh*, en 2001; *Grumma*, *Macma* y *Parras*, en 2008. En el total y el promedio del periodo todas reportaron valores positivos excepto *Iasa*, mientras que *Vasconia* se recuperó después de su cambio de razón social, por lo que su flujo de efectivo por concepto de operación fue

muy alto después de 2008. Con este movimiento separó parte de su pasivo y capital para aportarlo a una sociedad de nueva creación que se denomina *Promotora San Martín*.

Sobresale en el total *Cemex* por la magnitud de su monto, que fue el más alto de la muestra. Le sigue *Grupo Modelo*, *Alfa*, *Coca Cola Femsá*, *Bimbo*, *Kimberly Clark* y *Vitro*, que tuvieron un flujo por arriba de los 5 mil 300 millones de dólares en el periodo. Este resultado indica que la muestra obtuvo excedentes en el resultado neto y en el cambio del capital de trabajo¹²⁸.

En los recursos provenientes del financiamiento la situación cambia respecto del rubro anterior, al observar detalladamente tenemos que la mayoría de las GEM recurrió durante los noventa cada vez más a fuentes externas (deuda), ya sea en instituciones bancarias o bursátiles (véanse cuadros anexos 3.16, 3.21 y 3.22). La participación de los recursos externos en el financiamiento, en cada uno de los años respecto al total del periodo analizado, aumentó significativamente¹²⁹.

Resalta por una parte el caso de *Parras*, porque el comportamiento de los recursos del financiamiento en el flujo de efectivo refleja su inestable situación financiera. Por otra parte, la empresa que recibió más financiamiento fue *Ahmsa* y le siguió *Cemex*, la que pagó el mayor monto en el periodo fue *Vitro*.

En la composición del flujo de efectivo, al comparar los años a lo largo del periodo se obtiene que en 1995, las empresas de la muestra que recibieron el mayor flujo de efectivo por concepto de financiamiento fueron *Ahmsa*, *Kimberly Clark* y *Coca Cola Femsá*; *Cementos Chihuahua*, *Qumma* y nuevamente *Coca Cola Femsá* en 2001, para la crisis de 2008 *Bimbo*, *Simec*, *Cementos Chihuahua* e *Ichb*. Como se ha mencionado *Vitro* fue la que mayor flujo de salida tiene en este concepto. Una empresa que en los años de las crisis

¹²⁸ El capital de trabajo es la diferencia entre el activo circulante y el pasivo circulante de la empresa.

¹²⁹ Del flujo de efectivo de las empresas una parte considerable se destina a cubrir el financiamiento, a pesar de los años de crisis 1995, 2001 y 2008 que cubrieron pasivos. *Vitro* y *Alfa* son las que sobrepasan en 10 mil millones de dólares de flujo de efectivo pagado en el periodo (17 mil 114 y 10 mil 136 millones de dólares, respectivamente), le siguen *Grupo Modelo* y *Kimberly Clark* (5 mil 241 y 4 mil 258 millones de dólares).

también recibió recursos fue *QB Industrias* pero en menor proporción que las empresas mencionadas (véase cuadro anexo 3.16).

A lo largo del periodo analizado las GEM presentan una generalidad: continúan pagando sus obligaciones contraídas con instituciones bancarias y bursátiles y el monto va en aumento en empresas de diferentes sectores, siendo *Vitro*, *Alfa*, *Ahmsa* y *Cemex* las que tuvieron el mayor saldo de salida, lo que coincide con el incremento de deuda. El caso de *Vitro* es preocupante porque a pesar del monto cubierto de financiamiento, éste sigue siendo muy alto al compararlo con el total de su deuda (para finales del periodo de estudio era aproximadamente 1 mil 900 millones de dólares los cuales dejó de pagar).

Al comparar los años de las crisis, en general las GEM compraron activos (véase cuadro anexo 3.19), excepto *Iasa* porque vendió a *Ichb*. *Cemex* fue la empresa que más invirtió con un monto de 39 mil 921 millones de dólares en activos fijos, al igual que *Bimbo*, que a pesar de la crisis que inició en 2008 realizó una de sus mayores adquisiciones de activos externos. Este comportamiento parece ser una característica de la estrategia de crecimiento de las GEM, aprovechar las crisis, comprar activos en otros países y utilizar deuda para pagar deuda. Como ejemplo está *Bimbo*, cuyos montos más altos de gasto de inversión registrados fueron en los años de crisis (241 millones de dólares, 209 millones de dólares, 622 millones de dólares y 2 mil 939 millones de dólares en 1995, 2001, 2008 y 2009, respectivamente). Cabe resaltar que para el siguiente año la empresa adelantó pagos por el préstamo recibido en 2009.

En suma, las GEM realizaron inversiones en activos fijos lo que es acorde con la información de la inversión neta y con la internacionalización de estas empresas a partir de los noventa.

En los saldos derivados de los recursos de la inversión durante los años de crisis, la mayoría de las GEM reportaron un porcentaje positivo a lo largo del periodo (véase cuadro anexo 3.18), lo que refuerza el argumento sostenido en la presente investigación de que estas empresas iniciaron una etapa de expansión hacia el exterior. En el total y en el promedio

del periodo que se muestran en millones de dólares (los signos negativos representan salidas del flujo de efectivo por concepto de adquisición)¹³⁰, sólo *Iasa* desinvertió, como ya se mencionó antes. En los años de crisis, *Macma* y *Nutrisa* fueron las que menos invirtieron (véase cuadro anexo 3.19).

En el total del flujo de efectivo para el periodo analizado, la mayoría de las empresas registraron un saldo negativo derivado por el financiamiento y la inversión (véase cuadro anexo 3.20), lo que confirma lo analizado en el apartado de Estrategia de Crecimiento de las GEM, respecto de la mayor participación del financiamiento externo, específicamente de corto plazo. Se destaca que la deuda en moneda extranjera en el periodo analizado se incrementó por su bajo costo¹³¹, por lo que una parte de este crédito fue empleado para refinanciar su deuda.

Por lo antes señalado, estas empresas tienen diferentes estrategias de crecimiento que son determinadas por las capacidades que han adquirido que las convirtieron en conductas estratégicas muy particulares con resultados diferentes.

Es importante distinguir los componentes del financiamiento, así que con la información disponible se diferenciaron los recursos provenientes de fuentes externas e internas. Entre las primeras se distinguen además las entradas por concepto de deuda y las salidas por concepto de amortizaciones. La suma de ambas es el total del financiamiento externo a la empresa. Los resultados de los cálculos se presentan a continuación.

En el financiamiento externo, particularmente por deuda bancaria en el total y promedio del periodo analizado (véase cuadro anexo 3.21), las GEM que obtuvieron mayor financiamiento bancario fueron *Alfa*, *Cemex*, *Gruma*, *Bimbo*, y *Vitro*. Al comparar 1995

¹³⁰ Cabe aclarar que los valores negativos, en millones de dólares, de los recursos generados por la inversión de las columnas del total y promedio, significa que las empresas tuvieron salidas de efectivo por este concepto (véase cuadro anexo 3.19). Por ejemplo, como se marcó en la figura 3.1, una de las cuentas de inversión es la venta de activos fijos, por lo que un valor positivo en millones de dólares indicaría que se obtuvieron recursos por la venta, y uno negativo significa que paga.

¹³¹ Como en los ochenta el país no tenía acceso a los mercados financieros internacionales, situación que cambió en la década siguiente, el uso de la deuda en moneda extranjera aumentó, lo que se refleja en algunos casos en los *Informes Anuales* de las empresas.

con 1990 aumentaron las empresas que recibieron este tipo de recursos, así como con la crisis de 2001 incrementándose el monto, esta tendencia continuó hasta 2008. *Ahmsa*, *Cementos Moctezuma* y *Grupo Continental* no registraron financiamiento en este rubro.

Se afirma que las empresas obtuvieron más recursos de las instituciones bancarias y de otras fuentes que de las bursátiles. Los recursos derivados de otras fuentes por los datos de los *Informes Anuales*, son producto de sus relaciones comerciales. A pesar de la crisis en 2008, la mayoría de las GEM tuvieron un alto porcentaje de financiamiento bancario (deuda); con excepción de *Bio-Pappel*, *Grupo Industrial Saltillo* y *Qumma* que resaltan por su participación baja en este rubro, lo que indica que estuvieron pagando sus deudas.

Cemex obtuvo montos considerables por concepto de otros financiamientos, a pesar de la crisis (véase cuadro anexo 3.23). Esto refuerza el argumento de que el tamaño por activos es una garantía para seguir apalancándose.

En relación al financiamiento externo (véase cuadro anexo 3.22), las empresas que registraron recursos bursátiles fueron las siguientes: *Ahmsa*, *Alfa*, *Bimbo*, *Vasconia*, *Grupo Modelo*, *Grupo Continental*, *Bio-Pappel*, *Herdez*, *Iasa*, *Ichb*, *Kimberly Clark* y *San Luis Corporativo* tienen registrada información en las hojas de balance en este rubro a partir de 2004. La diversidad de la mayor utilización de instrumentos bursátiles es un problema porque muchos de ellos no se registran en los estados financieros.

En general, se observa que las amortizaciones siguieron la misma dinámica que los flujos de entrada, por lo que las derivadas del financiamiento bancario tienen mayor magnitud que las otras fuentes (véanse cuadros anexos 3.24 y 3.25). En 2008, *Coca Cola Femsa* fue la empresa que tuvo el mayor porcentaje por concepto de amortización, le siguieron *Ichb* y *Simec*. En el total del periodo, las GEM con el mayor monto en millones de dólares en este rubro fueron tres empresas de las más grandes de la muestra: *Vitro*, *Alfa* y *Cemex* (véase cuadro anexo 3.24).

Al revisar el total del periodo, las que más pagaron por amortizaciones bursátiles en millones de dólares fueron *Vitro*, *Alfa*, *Kimberly Clark* y *Bio-Pappel*, lo que coincidió también con el promedio del mismo (véase cuadro anexo 3.25).

En el financiamiento externo, el concepto de otros –amortizaciones- (véase cuadro anexo 3.26) registra que las GEM con mayores salidas en ese rubro fueron *Cemex*, *Alfa* y *Bio-Pappel*, tanto a lo largo del periodo como en el promedio del mismo. Más de la mitad de la muestra presenta amortizaciones en esta variable, lo que resulta congruente con la información de que recibe flujos de otras organizaciones que pueden ser empresas del grupo.

Los resultados de los recursos derivados del financiamiento propio son mayores en los dividendos que en los que provienen de la variable otros (véanse cuadros anexos 3.27 y 3.28). Los porcentajes positivos indican que los dividendos son pagados, incluso a pesar de que son años de crisis, lo que es un rasgo generalizado de las GEM mexicanas.

Por la información que se maneja en los *Informes Anuales* de las GEM, la mayoría tenían una parte principal de su deuda contratada a corto plazo, y un segmento importante de la misma fue contratada en moneda extranjera, como se señaló anteriormente. La situación es más frágil para aquellas empresas que operan centralmente en el mercado interno ya que esto significa que sus ingresos son en moneda local, por lo que están expuestas a riesgos devaluatorios en relación a su deuda externa de corto plazo. En consecuencia, estas empresas enfrentan un problema de fragilidad financiera que podría agravarse tanto con las fluctuaciones del tipo de cambio como con la contracción de las operaciones en sus mercados, ya sean locales o internacionales¹³².

A esto se suma la evolución adversa que han tenido algunas empresas respecto al manejo de sus coberturas de riesgo cambiario mediante la contratación de productos financieros derivados (véase cuadro anexo 3.29).

¹³² Parte de estas situaciones parecen estar siendo cubiertas por Nafin al otorgar préstamos contra colaterales hipotecarios a algunas empresas.

Como ha ocurrido en algunos casos, estos contratos se hicieron apostando a la estabilidad del peso, por lo que la devaluación de 2008 implicó un doble efecto perjudicial porque se incrementó el costo de la deuda externa al tiempo que se sufrió la pérdida por la cobertura.

Aquí cabe hacer una anotación, no se tiene disponible información sobre otros instrumentos financieros empleados por las empresas, los *swaps* particularmente son negociados en el mercado interbancario, pero no se registran en las hojas de balance; se sabe que muchas GEM mexicanas manejan estos instrumentos como cobertura, pero no se tenían estadísticas oficiales disponibles para el periodo analizado.

Los *American Depositary Receipts* (ADR's)¹³³, son un instrumento del mercado estadounidense, que puede ser comprado por instituciones o inversionistas que supuestamente están informados, por lo que no se exige el registro en Securities and Exchange Commission (SEC). El *Committee of Uniform Security Identification Procedures* (CUSIP) regula estos instrumentos que en la práctica generalmente se intercambian en el mercado extrabursátil y los requisitos de notificación son menos estrictos. Estos se clasifican por niveles y bajo la norma 144A¹³⁴, en el primer nivel se cotiza en mercados extrabursátiles y no en la bolsa ni en el NASDAQ, como es el caso del *Over the Countert* (OTC); en el segundo nivel cotizan las bolsas en el mercado de valores, como es el caso de *New York Stock Exchange* (NYSE) o la *American Stock Exchange* (AMEX). Estos son instrumentos más visibles y activos, pero su característica es que no amplían capital durante el proceso de admisión en bolsa. Finalmente, en el tercer nivel se encuentran valores que cotizan en los principales mercados de valores estadounidenses y tienen los mismos requisitos que las empresas de ese país. A diferencia del nivel dos, las de este nivel sí amplían capital al realizar una oferta pública.

¹³³ El ADR's es un instrumento que ampara la compra de una acción en una bolsa no estadounidense, depositado con un custodio que normalmente es un banco internacional reconocido. Se emiten por la empresa o por los inversionistas, se comercian en el mercado secundario que puede ser en una bolsa o en forma y extrabursátil (Mansell 2003: 454).

¹³⁴ La norma 144A permite que las empresas extranjeras se asienten en los mercados estadounidenses de manera privada.

La información disponible sobre las empresas mexicanas que poseen ADR's es limitada¹³⁵; algunas que están clasificadas con la norma 144A son *Alfa*, *Cemex*, *San Luis Corporativo* y *Coca Cola Femsa*. En el primer nivel, también extrabursátil, se encuentran *Cemex*, *Herdez*, *Maseca* y *Kimberly Clark*. Aquellas que cotizan en el mercado bursátil y que ocupan los niveles dos o tres, son *Ahmsa*, *Coca Cola Femsa*, *Gruma*, *Grupo Industrial Durango*, *Maseca*, *Simec* y *Vitro*. Se desconoce si estas empresas tienen la posibilidad de ampliar capital. La utilización de ADR's en mercados emergentes tiene menos ventajas, como es el caso mexicano porque el mercado bursátil es poco desarrollado.

En conjunto, la información sobre financiamiento bursátil demuestra que en México la BMV no es una opción para obtener recursos. Algunos estudios señalan que hay una alta concentración en cuanto a operadores y opciones de inversión de las grandes empresas (Basave 1996, Garrido 1999) y poca información para los participantes de este mercado.

En materia de financiamiento, cabe hacer algunas precisiones sobre su evolución en México, los trabajos de Brothers y Solís (1966) que analizaron el periodo de 1940-1960 y Quijano (1982) son pioneros. En los años cuarenta, el Banco de México (Banxico) proporcionó al gobierno créditos por aproximadamente 70 por ciento del total de su endeudamiento. En la década siguiente, el financiamiento se redujo relativamente, en 1955, el organismo se abocó a revisar el esquema de reserva, con nuevos poderes y renovada determinación. Se fijaron reglas para evitar repetir las circunstancias que habían conducido a las dos devaluaciones anteriores, y comenzó a sesgar el patrón de financiamiento del sector público. Los bancos de depósito privados y las instituciones financieras no monetarias fueron obligados a proporcionar los requerimientos financieros del gobierno y también a absorber los valores desechados por el Banxico. De tal forma que para mediados de los cincuenta, el financiamiento al gobierno se desplaza de esa instancia a las instituciones privadas.

El estudio de Quijano sostiene, que desde el enfoque de Fitzgerald (1979), el sesgo entre las fuentes de financiamiento fue el resultado de un acuerdo entre los banqueros privados y el

¹³⁵ La información es referente a mayo de 2013, y se encuentra en *Latin American ADR's, Mexico*, (2013).

gobierno: “el sistema monetario mexicano del periodo del desarrollo estabilizador confió, para su éxito, en los acontecimientos favorables de la economía y en el tácito acuerdo entre los bancos y la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) para financiar un modesto déficit fiscal a cambio de que no se lleve a cabo una reforma tributaria” (Quijano, 1982: 135).

En la década de los setenta, la crisis internacional modificó las condiciones de estabilidad en el país, la inversión privada se detuvo relativamente, varias industrias clave como las del acero, petróleo y electricidad, entre otras, presentaron un retraso relativo que amenazó con derivar en cuellos de botella que comprometerían a la acumulación (tanto del sector público como del privado), el sistema político comenzó a presentar algunas fisuras que obligaron a redefinir el modelo anterior. En estos años el gobierno obtenía recursos a través de la banca privada, de la recaudación fiscal y la deuda externa; pero también fueron años en los que las críticas a las empresas públicas se centraron en la ineficiencia y el despilfarro, estas empresas presentaron ahorro negativo con el acelerado proceso inflacionario desde 1973.

Los rasgos más significativos de los ingresos y el gasto del sector público con relación al sector privado de la economía, según Quijano, fueron el rezago de los precios de las empresas públicas, ya que la reestructuración de los precios relativos implicó una transferencia de las empresas públicas a las privadas; rezago en el impuesto sobre la renta, que redujo el aporte del sector privado al público; y por último, gastos importantes de capital de las empresas públicas y del gobierno federal, para mantener el nivel de actividad en el corto plazo y crear condiciones para la acumulación pública y privada en el largo plazo (Quijano 1982:143).

En el periodo 1969-1973, las empresas mexicanas de la mayoría de las ramas industriales tenían una significativa participación de recursos internos, con algunas excepciones de la industria alimenticia, metálica básica, metalmecánica y diversas. Para el caso de las empresas extranjeras se registró que no varió esta tendencia ya que también recurrieron al financiamiento interno. En su mayoría, estas firmas requirieron una participación menor de deuda a corto plazo -a excepción de bebidas, metálica básica, papel y cuero-, por lo que

podrían ser menos dependientes del capital de trabajo proporcionado por instituciones bancarias¹³⁶. En todas las ramas industriales, las empresas mexicanas y extranjeras financiaban sus nuevas inversiones con recursos internos y operaban con créditos de corto plazo para capital de trabajo.

El uso de las fuentes de financiamiento también dependía del tamaño de la empresa, es decir, las empresas pequeñas y medianas recurrían principalmente a fondos internos, por el escaso acceso al crédito; y las empresas grandes estaban más inclinadas hacia recursos externos. Para el periodo de 1978-1981 parecía que las empresas mexicanas tendieron a elevar la relación entre recursos internos y externos, y en particular a demandar más recursos externos (Quijano 1985: 201-205 y 213, Quijano y Bendesky 1983: 152).

En el periodo 1981-1989, el crédito al país estuvo cancelado por la crisis de deuda externa, por lo que las grandes empresas impulsaron el desarrollo del mercado accionario a través de la colocación de emisiones primarias, que junto con la renegociación de sus deudas mediante programas gubernamentales como Ficorca¹³⁷, tuvieron la posibilidad de invertir gran parte de sus ingresos en el mercado financiero (Basave 1996).

En octubre de 1987, se desplomó el IPC de la BMV, al igual que la opción de financiamiento para las empresas por esta vía. Ante ello, las firmas sustituyeron la estrategia de emisiones primarias por la de recompra de sus propios títulos, que tenían precios muy bajos¹³⁸.

Un hecho relevante en la historia reciente sobre financiamiento lo representa el caso de *Mexicana de Cobre*, que adquirió un préstamo voluntario en el mercado externo. *Banque Paribas* diseñó un *swap* de mercancía básica para esta empresa posibilitando un

¹³⁶ Otro trabajo sobre financiamiento bancario en México véase Stewart (1992).

¹³⁷ El Ficorca permitió a las empresas que su deuda en dólares se convirtiera en pesos y fuera diferida hasta ocho años y con cuatro años de gracia en el pago de intereses.

¹³⁸ Para estos años la política económica favoreció a las grandes empresas mediante las privatizaciones, lo que les permitió adquirir empresas públicas, por los excedentes que obtuvieron en años previos. En el caso de las empresas manufactureras, los recursos producto de la depreciación de activos fueron altos, por la depreciación acelerada para ajustarse a la inflación (esto ocurrió desde la década de los setenta), y su participación en la firma del Pacto de Solidaridad Económica de 1987 (Basave 1996).

financiamiento barato en dólares en julio de 1989¹³⁹. Después de varios años de ausencia de financiamiento externo en el país, se logró un crédito voluntario en el mercado internacional.

En los noventa, la apertura económica posibilitó el acceso a mercados externos y diversos instrumentos que son utilizados actualmente por las GEM. El financiamiento estructurado separa legalmente los flujos de efectivo de los activos en el nuevo instrumento, esto implica que no aparezcan en las hojas de balance de las emisoras¹⁴⁰. En la primera década del siglo XXI, México experimentó un crecimiento muy grande en este tipo de financiamiento, al grado de que en 2004 se constituyó como el país con mayor volumen de créditos en América Latina.

Los resultados de la muestra señalan que las GEM, basaron su desempeño empresarial en deuda de corto plazo. Por la complejidad y falta de regulación de los mercados bursátiles y extrabursátiles, es poco posible saber hasta qué punto se financiaron en esos mercados, pero se confirma que la BMV es un mercado inmaduro e ineficiente, como lo señalan algunos autores como Basave (1997) y Garrido (1999, 2000), este hecho sigue siendo característico de ese mercado.

¹³⁹ El *swap* de *Mexicana de Cobre* se diseñó para cubrir diferentes riesgos. El primero evitó el riesgo de no encontrar un comprador para la producción del metal, lo que se consiguió con un contrato con la empresa belga *Sogem*; la firma mexicana se obligó a venderle 4 mil toneladas al mes durante un periodo de 38 meses. Banque Paribas se comprometió a compensar a *Mexicana de Cobre* si el precio del metal caía por debajo del nivel de referencia; el banco neutralizó su riesgo al establecer la contraparte del *swap* con un grupo de consumidores y comerciantes del cobre. Banque Paribas también organizó un crédito sindicado por 210 millones de dólares para México, el mayor crédito voluntario desde 1982 (Mansell 2003: 433).

¹⁴⁰ En un comunicado de la calificadora Standard & Poor's (S&P), se señaló el importante crecimiento del sector de financiamiento estructurado en México que lo llevó en 2004, a ocupar por primera vez el liderazgo de ese mercado en América Latina. se destaca que el mercado mexicano experimentó transacciones de deuda estructurada locales e internacionales que sumaron aproximadamente 9 mil 955 millones de dólares, lo que tuvo su origen en la implementación de una nueva reglamentación de reservas que exige que los créditos bancarios a estados y municipios cuenten con calificaciones crediticias, además de una transacción Banorte-Instituto de Protección al Ahorro Bancario (IPAB), que es la primera gran bursatilización de créditos bancarios que se hizo al mercado local (con una emisión de alrededor de aproximadamente 4 mil 116 millones de dólares). S&P también señaló que Banamex Citigroup había bursatilizado casi 2 mil 600 millones de dólares en pagarés IPAB en el primer trimestre de 2005. Estos acontecimientos en el mercado mexicano de financiamiento estructurado incluyen las transacciones de títulos respaldados con hipotecas residenciales (*RMBS*, por sus siglas en inglés) y con créditos puente que fueron los principales contribuyentes al crecimiento del mercado en la segunda mitad del año.

Una nueva modalidad de la estrategia de gestión financiera de las GEM en México durante la primera década de los años dos mil y que continúa en nuestros días es la incursión en el uso de energías alternativas. El gobierno mexicano firmó el Protocolo de Kioto en 2005, en el que se compromete a reducir las emisiones de CO₂, para ello debe enfocarse a producir energía eólica. A fin de cumplir esos compromisos con los organismos multilaterales se deben implantar acciones para lograr la meta de reducir para 2050, el 50 por ciento de las emisiones de CO₂ registradas en 2000.

México y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) en la 15a COP (2008), acordaron un financiamiento para lograr estos fines. El Estado es el único que puede comercializar la electricidad lo que se hace a través de la Comisión Federal de Electricidad (CFE), el gobierno para poder cumplir con lo pactado en el Protocolo de Kioto y en la COP permite que el sector privado construya parques eólicos y la energía producida sea para autoconsumo, sin embargo es altamente factible que sea comercializada a través de la CFE porque los proyectos contemplan la exportación.

El gobierno mexicano transfirió el financiamiento del BID y del Banco Mundial (BM) entre otros, al sector privado, particularmente a grandes empresas, a través de Nafin y la Secretaría de Energía (SENER). Además de este apoyo existió el fiscal a las GEM que consistió en la depreciación al 100 por ciento en el primer ejercicio fiscal de la inversión productiva realizada en esta tecnología, mientras que en otro tipo de proyectos la depreciación es menor (20 por ciento).

Las GEM que recurrieron a este programa son *Coca Cola Femsá*, *Bimbo* y *Cemex*. La panificadora se asoció con *Renovalia* desarrolladora del proyecto *Desarrollos Eólicos Mexicanos (Demex)* para construir el mayor parque eólico de la industria mundial alimenticia que suministraría energía a 65 unidades de negocios, representado una inversión de 160 millones de dólares que los obtuvo a través de Nafin (SENER 2010).

La refresquera *Coca Cola Femsá* construyó en el Istmo de Tehuantepec otro complejo eólico que abastecería la energía del 85 por ciento de sus plantas. *Cemex* se asoció con la

desarrolladora *Acciona* que tiene el proyecto *Eurus* en Oaxaca para generar 250 MW con un financiamiento de 50 millones de dólares que provienen del BID. La cementera mediante esta sociedad pretendió comprar toda la producción de *Eurus* para autoconsumo, *Cemex* además de este proyecto inició la búsqueda de otros en esta línea para satisfacer su demanda de energía significativamente.

Otras de las empresas que no forman parte de la muestra estudiada en este trabajo que invirtieron en el aprovechamiento de la energía eólica y fueron beneficiarias de los apoyos gubernamentales como los comentados son *Cannon Group Power*, *Walmart de México*, *El Palacio de Hierro*, *Casa de Bolsa Valores Mexicanos*, *Grupo Nacional Provincial*, *Gas Natural Fenosa*, *Gamesa Energía*, *Eoliatec de México*, *Siemens*, entre otras.

Un hecho relevante es la presencia de empresas de capital español en estos proyectos de inversión en sociedad con las GEM mexicanas, siendo las primeras las que actúan como desarrolladoras y proveedoras de los equipos, como es el caso de las turbinas.

Aproximadamente el 80 por ciento de lo que México planeó invertir en energía eólica para el 2012 (5 mil millones de dólares) fue financiado por el BID, los proyectos se autorizaron en beneficio de varios promotores privados. Con esta inversión se cubriría el 4 por ciento de la demanda de energía eléctrica del país (la construcción de estas instalaciones generaría unos 10 mil puestos de trabajo en forma directa e indirecta, y alrededor de 374 puestos de trabajo permanentes se crearán para su operación y mantenimiento).

Hay que destacar que la viabilidad de estos proyectos está directamente relacionada con las tarifas oficiales de energía eléctrica, los costos de inversión y asociados al transporte de la energía desde el punto de interconexión hasta los puntos de carga, lo que representaba otro de los beneficios que el Estado otorga a las GEM reflejando la colusión entre el Estado y estas empresas.

Para continuar con la información que aparece en las hojas de balance de las GEM se desarrolló un ejercicio previo para una muestra de catorce estudios de caso, derivada de la

original de cuarenta presentada en el Capítulo II. De ello se obtuvo que los dividendos son pagados con financiamiento propio.

La mayoría de las GEM tienen un financiamiento externo mayor al propio a pesar de la diferencia de tamaño de activos entre una y otra. También las condiciones del sector determinan su acceso a fuentes de financiamiento, por ejemplo el sector de siderurgia y metalurgia, en particular *Ahmsa*, recibió varios financiamientos, pero en general, el desempeño del sector fue favorable a diferencia de otros por la crisis de 1995. Cabe decir que para la empresa su capacidad organizativa y el saber acumulado tienen un peso importante específicamente en su estructura de financiamiento.

Hasta este punto, el análisis se ha basado en presentar información sobre la estrategia financiera de las GEM a través de su participación en el periodo analizado, enfatizando los años de las crisis y el promedio para todo el periodo, comparando entre ellas. En el ejercicio de la muestra de catorce GEM se realizó una correlación entre las fuentes de financiamiento y el crecimiento empresarial. En los resultados se obtuvo que los valores de mayor magnitud, (por encima del ± 50 por ciento y significativos), son los recursos que genera la operación y las inversiones. Se demostró que a medida que aumentan los recursos generados por la operación también se da el crecimiento de la empresa.

En las correlaciones de las variables del crecimiento empresarial con los recursos generados por la inversión, se encontró que hay salidas por concepto de recursos para la inversión. Aquí la magnitud del valor de la correlación fue inferior a las anteriores, pero cumple el criterio de significancia de ± 50 por ciento.

Los coeficientes de correlación del crecimiento con los recursos generados por el financiamiento también cumplen con el criterio de significancia. El valor de la correlación fue mayor para los activos netos que para los ingresos operacionales, lo que indica un crecimiento de la empresa.

Los recursos del financiamiento están altamente correlacionados con deuda, lo que indicaría que la refinancian continuamente. Esto tiene sentido desde la perspectiva de Minsky porque las empresas tratan de mantener su liquidez demandando financiamiento, lo que se refleja en sus hojas de balance.

Cabe mencionar que los resultados de este ejercicio ofrecen elementos estructurales sobre la estrategia de gestión financiera de las GEM, por lo que se confirma que la deuda se utiliza para crecer y las utilidades para pagar dividendos.

3.7 ESTRATEGIA DE RENTABILIDAD DE LAS GEM

La estrategia de rentabilidad de las empresas generalmente se basa en las ganancias operativas, sin embargo en este trabajo se sostiene que las GEM mexicanas tienen ingresos muy importantes por sus operaciones financieras, por lo que existe una marcada financiarización. En este apartado se presentarán las razones financieras relativas a la rentabilidad, rendimiento y utilidad para demostrar como las GEM utilizan la financiarización como una estrategia de rentabilidad en todo el periodo incluso en las coyunturas de crisis.

Para analizar la relación entre activos y ventas se presentan tres razones financieras muy utilizadas en las finanzas corporativas, la EBIT, la ROE y la ROA.

UTILIDAD ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT)

La EBIT que es otra manera de ver el ingreso, se considera como la utilidad antes de intereses e impuestos.

En 1995 respecto a 1990 la EBIT aumentó en general (véase cuadro anexo 3.30), y sólo algunas GEM registraron una EBIT negativa, *Vasconia* (-0.51) y *QB Industrias* (-0.77), pero se recuperaron para 2001, año en el que sólo *Ahmsa* (-6.68) y *Qumma* (-2.73) tuvieron

una EBIT negativa. Mientras que en 2008, *Bio-Pappel* (-0.09), *Iasa* (-0.52) y *Parras* (-0.10) -que ya dejó de cotizar en la BMV-, caso aparte es *Vitro* que a partir de este año presentó los índices más bajos de todo el periodo y es probable que no pueda recuperarse por lo que podría darse una venta de activos como lo hizo a mediados de los noventa después de una etapa de expansión a través de adquisiciones en el exterior (entre 1989 y 1994), como fue la fallida compra de *Anchor Glass*. *Vitro* tiene relevancia de ser mencionada porque habiendo sido de los mayores conglomerados nacionales, fracasó en su intento de expandirse internacionalmente con muy elevados costos y pérdidas estratégicas.

Destaca el hecho de que *Ahmsa* tuvo una EBIT de 3.08 por ciento (que fue la más alta de las GEM en 2008), pero como se ha mencionado, los aspectos relativos a la organización así como la estrategia de gestión financiera de esta empresa son muy cuestionados.

El empleo de las razones financieras apoya los resultados obtenidos en el apartado de activos y ventas, además de que se amplía la información del Capítulo II identificando las GEM que tuvieron un bajo rendimiento de capital y rentabilidad estimados con una metodología diferente, además de que confirma el comportamiento de la estructura del financiamiento de las GEM.

Para tener otro indicador de desempeño de las empresas, utilizaremos la ROE¹⁴¹ para conocer la rentabilidad sobre capital¹⁴²:

$$\text{ROE} = \text{Utilidad Neta} / \text{Capital Contable}$$

La última razón financiera que presentamos es la ROE. Es el rendimiento del capital y relaciona la utilidad después de intereses e impuestos con el capital de los accionistas. Esta razón financiera nos dará información para conocer el retorno de capital que registraron las GEM, es decir la rentabilidad sobre lo invertido.

¹⁴¹ Por sus siglas en inglés *return of equit*.

¹⁴² Esta razón financiera no se utilizó en el análisis de la muestra de cuarenta GEM porque la metodología de Singh y Hamid no lo requiere.

De 1990 a 1995 en general la muestra aumentó su ROE (véase cuadro 3.31). Más del 50 por ciento de las GEM incrementó el retorno de capital entre 1995 y 2001, excepto *Qumma*, esto es atribuible a la breve expansión económica después del impacto de la crisis de 2001 lo que favoreció su rentabilidad.

En 2008, más del 50 por ciento de las GEM (17 empresas) reportaron una disminución de la ROE, lo que refleja que esta crisis causó el mayor impacto negativo en estas empresas en comparación con las dos anteriores. Por una parte, *Vitro* en el año previo a las crisis registró una rentabilidad positiva y en el año en que hay crisis disminuye notablemente, lo que manifiesta su fragilidad a los cambios del entorno por su falta de capacidad en la planeación estratégica. *Ahmsa* se caracteriza por presentar el mayor número de rentabilidades negativas a lo largo del periodo analizado. A partir de la crisis de 2008, la empresa inició un programa de ahorro y aplicó medidas para enfrentar el impacto del periodo de inestabilidad. Debió cancelar 12 mil puestos de trabajo, lo que representa el 19 por ciento de su plantilla de trabajadores¹⁴³. Fue cuestionado su comportamiento en cuanto a capacidad organizacional y desempeño económico. Ejemplo de ello es que en los inicios de los años dos mil sus acciones estaban suspendidas en la BMV.

Otra GEM que destaca es *Gruma*, la cual se expandió al exterior después de 1995. Registró incremento constante de su rentabilidad. Presenta una ROE mayor al 100 por ciento en 2001, lo cual muestra su consistencia en términos de su estrategia de adquisiciones en el exterior, principalmente en España y Ucrania.

Cemex, *Grupo Durango* (actualmente *Bio-Pappel*) y *Vitro*¹⁴⁴ fueron empresas que buscaron el apoyo de Nafin o Bancomext en los últimos meses de 2008, e hicieron declaraciones en referencia a su liquidez para enfrentar sus obligaciones, las dos últimas, como se mencionó, iniciaron procesos de concurso mercantil.

¹⁴³ *Ahmsa* tenía 18 mil 584 trabajadores en sus siderúrgicas y empresas subsidiarias a finales de 2007.

¹⁴⁴ *Vitro* con su bajo desempeño económico por decisiones de inversión erradas que implicaron una situación financiera inmanejable inicio un concurso mercantil voluntario a finales de 2010, el que está tratando probar en el ámbito jurídico y así evitar el pago de sus obligaciones.

El promedio de ROE para todo el periodo de 1990 a 2010 permite observar que hubo empresas que tuvieron en promedio una baja rentabilidad o pérdidas (véase cuadro 3.31), como los casos de *Parras*, *Simec*, *Ahmsa* y *Vitro*, las cuales fueron obligadas a realizar reestructuraciones internas, buscar alguna alianza o ser vendidas; en ese caso se halla *Simec*, la cual fue adquirida por *Ichb*.

En el conjunto de resultados destacan los casos de *Ahmsa* y *Vitro* por su bajo desempeño económico.

La ROA¹⁴⁵ es una relación que existe entre utilidades y activos, la que aumenta por: los márgenes de utilidad o la rotación de los activos que dependerá del tipo de empresa.

$$\text{ROA} = \text{EBIT} / \text{Activos Totales Promedio}$$

También:

$$\text{ROA} = (\text{ROS}) (\text{ATO})$$

ROS= Rendimiento sobre ventas

ATO= Rotación de activos

Las GEM aumentan más su ROA por el segundo factor a través de diferentes estrategias como son la compra o venta de activos tanto en el mercado interno como externo.

Para los fines de este trabajo la segunda forma de exponer la relación entre razones (ROS¹⁴⁶ y ATO¹⁴⁷) da mayor explicación para efectos de ilustrar el apalancamiento financiero como la diferencia más importante entre rentabilidad financiera (ROE) y ROA.

¹⁴⁵ Por sus siglas en inglés.

¹⁴⁶ *Ibid.*

¹⁴⁷ *Ibid.*

En relación a lo expuesto, para que la rentabilidad económica de las GEM se incremente es necesario apalancarse financieramente siempre que el rendimiento sobre los activos (ROA) sea mayor que la tasa de interés de la deuda. Estas empresas contratan deuda para aumentar el valor de sus acciones lo que impacta en el aumento del valor de la misma, así una empresa más apalancada tiene un valor alto y puede conseguir más financiamiento, lo que sucede en la mayoría de las GEM aquí presentadas, como se observa en el cuadro anexo 3.32.

Entonces, si la ROA es alta la ROE se incrementa. *Bio-Pappel* y *San Luis Corporativo* tienen una ROA muy baja al igual que la ROE, que son empresas que en el periodo analizado enfrentaron problemas financieros que las llevo a reestructurarse.

En general, el apalancamiento financiero en las GEM les permite aumentar el valor de las acciones de la empresa y por tanto el beneficio para los accionistas, es decir la rentabilidad financiera. Uno de los resultados de la muestra es que la deuda se emplea para inversión y refinanciar deuda, es decir para incrementar la rentabilidad económica y los fondos internos para pagar dividendos.

3.7.1 FINANCIARIZACIÓN Y GEM

Desde inicios de los años setenta se han presentado cambios notables en la estructura y el funcionamiento de la economía internacional, uno de ellos corresponde al desacoplamiento entre el sector real y el sector financiero (Drucker 1986), aumentando la importancia de este último, y acelerando su proceso de globalización, expresado en una salida masiva de capitales desde la esfera productiva hacia la financiera (por su mayor rentabilidad), forzándose una desvinculación entre ambas esferas y como consecuencia la mayor participación de la actividad financiera en la trayectoria general de la acumulación.

La globalización financiera comenzó a expresarse en la eliminación de las barreras de los mercados financieros locales, cambios en la interacción en el mercado de capitales y los

agentes financieros, en un contexto nacional y al mismo tiempo internacional. Lo anterior, ha implicado que se promueva la desregulación, la innovación financiera y tecnológica y la búsqueda de oportunidades para invertir más allá de los mercados locales, así como la mayor participación de intermediarios financieros nacionales e internacional.

En este contexto es en el que surge el concepto de financiarización del capital que Epstein (2001) define como “la creciente importancia de los mercados financieros, motivos financieros, instituciones financieras, y élites financieras que operan en la economía, acompañadas de las instituciones rectoras del gobierno, tanto a nivel nacional como internacional”. Cuya influencia abarca tanto la política económica como el desempeño económico, ya que ha transformado el funcionamiento del sistema económico.

Lapavistas (2009), una transformación que se revela en el proceso de la financiarización es el cambio de las relaciones entre el Estado y la economía, donde los bancos centrales siendo la institución superior de la política económica, una institución independiente en la fijación de sus objetivos, mantiene actualmente mayor poder en la toma de decisiones de política económica.

El proceso de financiarización del capital se puede observar desde dos puntos de vista. El primero está relacionado con el aumento de las transacciones financieras, y el segundo, con el comportamiento de las empresas y de los inversionistas, que prefieren rentas financieras a obtener ganancias en el proceso productivo. A esto debe agregarse el ejercicio de una política económica que privilegia los equilibrios macroeconómicos. El alcance de este fenómeno se puede ver en los productos sintéticos relacionados con los préstamos hipotecarios y con las operaciones fuera de balance.

Encontramos un cambio en la importancia relativa del financiamiento bancario y del financiamiento en el mercado abierto (Toporowski 2006: 8). La capacidad de este último aumentó, haciendo mella en el financiamiento bancario y en el de los intermediarios

financieros que reciben depósitos. Es por la titularización¹⁴⁸ que los bancos se deshacen de su cartera de activos, emitiendo valores que son comprados por los inversionistas. Por lo tanto, la financiarización no equivale al dominio de los bancos sobre el capital industrial, sino que cumple el papel de incrementar la autonomía del sector financiero.

Con respecto al estudio de la financiarización del capital hay dos posiciones teóricas al respecto (Palley 2007 y Perrotini 2010). Primero, la de la teoría económica convencional que ha apoyado la financiarización con el argumento de que la expansión de los mercados financieros lleva a una mayor eficiencia económica, reduciendo la importancia de los problemas de especulación financiera. En contraste, está una visión más heterodoxa que rechaza la hipótesis neoclásica de eficiencia de los mercados financieros y postula la inestabilidad del sistema financiero capitalista, además a diferencia de la corriente convencional se centra en la especulación, en particular en el patrón de las burbujas especulativas conformado por: (1) la oferta de un “nuevo” instrumento financiero (...); (2) la expansión del crédito con el fin de financiar la burbuja hipotecaria (...); (3) manías irracionales que incurren en estructuras financieras Ponzi debido al incremento especulativo de deuda (...), (4) tensión en los mercados, propiciada en este caso porque el incremento en las tasas de interés en 2006 para contener la inflación desinfló los precios de las casas adquiridas con hipotecas *subprime* (...); y (5) pánico, crash y preferencia por la liquidez (...), como menciona Perrotini (2010).

En las economías en desarrollo las repercusiones derivadas de la transformación en sus sistemas financieros, la distorsión en la canalización de recursos financieros, las políticas públicas y el financiamiento al desarrollo no están generando un proceso de crecimiento para la creación de empleo y la mejora en la distribución del ingreso. En el caso de la economía mexicana este proceso comienza con la emisión de los certificados de la tesorería (Cetes) en 1978 (Mántey 2004); y se perfiló con las desregulaciones a la banca privada en los ochenta, por la autonomía de Banxico, a principios de los noventa, y por la consolidación de la liberalización del sistema monetario y financiero, con lo que se

¹⁴⁸ El término de titularización corresponde a un instrumento de financiación con el que cuentan los agentes económicos y financieros, es una operación multiobjetivo con la que se consigue la movilización de activos futuros y presentes inmovilizados patrimonialmente o no materializados en el presente.

posibilitó que la gran empresa monopólica y oligopólica privada comandaran la producción en todas las actividades económicas, perdiéndose instrumentos de gestión de la política monetaria y financiera (Vargas 2011).

Mántey (2004), observa que la desregulación de los servicios financieros en México se da en tres etapas:

1. Primera Etapa (1984-1989): Con la presión de la renegociación de la deuda externa, se sustituyeron los instrumentos de control directo de la liquidez que utilizaba el banco central, por mecanismos de mercado.
2. Segunda Etapa (1989-1993): Se reduce la participación directa del gobierno en los servicios financieros, reprivatizándose la banca expropiada al inicio de la crisis. Hay una configuración de grupos financieros privados bajo el modelo de banca universal, al igual se permitió una moderada apertura a la inversión extranjera en las instituciones de crédito. Existieron reformas tanto en el sistema público de pensiones y el inicio del sistema privado de ahorro para el retiro. Finalmente se da autonomía a Banxico.
3. Tercera Etapa (1993 a la fecha): Las transformaciones se dan a partir de la firma del TLCAN, la adhesión a la OECD y la crisis cambiaria de 1994. Este periodo es importante debido a la apertura total de los servicios financieros a la inversión extranjera y la modernización de la regulación prudencial.

Este transcurso ha permitido que en México se modificaran las condiciones financieras, la modernización técnica de los instrumentos financieros, la universalización de la banca y el fortalecimiento de los inversionistas institucionales. Aún más importante resulta observar que para la economía mexicana, al igual que las economías en desarrollo, los cambios en sus sistemas financieros aunados a la canalización de los recursos, no han generado un proceso de crecimiento con creación de empleo y una mejora en la distribución del ingreso.

Los principales impactos de la financiarización se resumen en tres aspectos, de acuerdo a Palley (2007):

1. Aumenta la importancia del sector financiero sobre el sector real.

2. Transfiere ingreso del sector real al sector financiero, e
3. incrementa la inequidad y contribuye al estancamiento salarial.

Adicionalmente, existen razones para creer que la financiarización podría poner a la economía en riesgo de deuda-deflación y una recesión prolongada. Además, la financiarización ha alterado las relaciones entre los países en el mercado mundial, en la capacidad económica, y en la expansión de los flujos internacionales de capital forzando a los países en desarrollo a mantener enormes reservas internacionales.

Si consideramos los aspectos antes señalados se pueden observar sus primeras manifestaciones en las crisis financieras de las décadas de los años ochenta y noventa, sobre todo en las economías en desarrollo¹⁴⁹.

Palley (2007) señala que los conductos mediante los cuales opera la financiarización se dan a través de los cambios en la estructura y operación de los mercados financieros, los sufridos por las corporaciones que no manejan el rubro y los sucedidos en la política económica. De tal manera que la agenda de las economías se ve obligada a considerar esas variantes para lograr ejercer una política de control en esos renglones, a partir de modificar la política económica que ha alentado la financiarización. A ello se incluye el hacer responsables a las corporaciones y realizar reformas para disminuir tanto su influencia como la de las élites.

La financiarización es un tema relevante para el estudio actual de las grandes empresas. En la presente investigación se sostiene que aquella se volvió un recurso necesario para las GEM analizadas, las cuales tienden a valerse de esa estrategia no sólo en momentos de crisis, sino de forma constante a partir de los noventa. Este proceso se representa de la siguiente manera:

Ingreso financiero
Ingreso económico

¹⁴⁹ La crisis de la deuda que experimentaron las economías de América Latina en los años ochenta fue una manifestación de inestabilidad internacional, así como las posteriores crisis financieras de México en 1982, la de Japón en 1990 y la del Este Asiático en 1997.

Para estimar la financiarización de las GEM se propone calcular un índice con la siguiente interpretación:

- a) Menor que cero. La GEM registra pérdidas en el resultado de su operación, pero sus ingresos financieros son significativos lo que refleja un alto grado de financiarización.
- b) Igual a cero. La GEM no utilizó financiamiento y registró utilidades, fue rentable económicamente.
- c) Mayor que cero y menor que uno. Las utilidades de la GEM fueron mayores al financiamiento utilizado, fue rentable económicamente.
- d) Igual a uno. El financiamiento de la GEM utilizado fue igual al resultado operativo. (Casi no registra financiamiento).
- e) Mayor que uno. La GEM registra utilidades pero el financiamiento empleado es significativamente mayor, es muy rentable financieramente. No obstante de ser rentable económicamente la mayor parte de su ganancia es financiera.

Los resultados de esta estimación se presentan en el cuadro anexo 3.33. Por una parte, la mayoría de las GEM se encuentran en la primera situación (inciso a). *Ahmsa* es el caso más drástico porque utiliza deuda sólo para refinanciarla y su rentabilidad económica es muy baja. Por otra parte, *San Luis Corporativo* es representativa de la última situación¹⁵⁰ (inciso e).

Se observa que las más pequeñas presentan la característica de recurrir en menor medida a financiamiento externo, pero en general recurren a la práctica de la utilización de ganancias financieras sobre las operativas.

Con la crisis sufrida por el país en 1995, la producción industrial tuvo una tasa de crecimiento de -4.12 por ciento y logró recuperarse en la segunda mitad de 1996, con 12.43 por ciento debido al alza de exportaciones y a la sustitución de importaciones. En el caso de la siderúrgica el proceso fue diferente ya que creció y aceleró su proceso de modernización con la racionalización de la mano de obra (Laos 1996; Mertens 1996). Este proceso fue

¹⁵⁰ En los primeros años de la década de los noventa.

liderado por la gran empresa, mientras que las pequeñas y micros permanecieron rezagadas y sin capacidad de sobrevivir en el nuevo entorno (Brown 1994). El efecto de la devaluación favoreció a esta industria.

Aunque no se tienen datos precisos, hay indicios de que las Pymes del sector siderúrgico sufrieron un impacto negativo importante con la acelerada apertura del sector, lo que en 1993, llevó a los productores mexicanos a solicitar a las autoridades la instrumentación de un sistema adecuado y eficiente contra prácticas desleales para la modernización del sector (tecnológico y administrativo).

Por el contrario, las grandes empresas sí lograron adecuarse a las nuevas circunstancias, e incluso posicionarse mejor en el mercado, tanto nacional como extranjero. Un aspecto relevante en 1995 y 1996 fue que la industria siderúrgica logró un nivel de producción récord en su historia, lo que se atribuye a la devaluación, con lo que sus productos se volvieron más competitivos en el mercado interno y externo (Hernández *et al.* 1997). Esto concuerda con los resultados presentados por las GEM del sector, en los que la EBIT es positiva con excepción de *Ecko* hasta 2008, que resulta ser de las más pequeñas de la muestra por el tamaño de sus activos y ventas. La empresa logró recuperarse después de cambiar su razón social a *Vasconia*.

En los casos del grupo de minerales no metálicos (*Cementos Chihuahua, Cemex, Cementos Moctezuma, Grupo Industrial Saltillo y Vitro*), además de tener saldos positivos en millones de dólares en la EBIT, pertenecen al sector más rentable de las GEM estudiadas que son empresas formadas hace varios años.

Vitro resultó con el mayor saldo deficitario en utilidades a pesar de sus reestructuraciones en su organización y finanzas¹⁵¹. La crisis que inició en 2008 condujo a esta firma a enfrentar problemas de liquidez. En los primeros años de la segunda década de los años dos

¹⁵¹ En 2002, anunció la salida de Luis Nicolau, vicepresidente corporativo de la compañía, y nombró a Claudio del Valle como director de finanzas de la empresa. En su gestión de año tres meses, Nicolau participó en la reestructuración de una deuda de 175 millones de dólares. También, en la desincorporación de *Across Whirlpool*, concretada en julio de ese año, y en la reestructura organizacional, que permitió ahorros anuales por cerca de 40 millones de dólares.

mil, se realizaron modificaciones que llaman la atención y que sugieren cambios en el gobierno corporativo de la empresa¹⁵². Ejemplo de ello es el relevo de un profesional como director general, puesto que era ocupado anteriormente por uno de los accionistas de la firma.

La posición de liquidez de *Bimbo* bajó en su calificación (a finales de enero de 2009) porque contaba con vencimientos por 682 millones de dólares en los próximos 12 meses y 600 millones de dólares para 2010, montos muy superiores a la estimada por la generación de flujo de efectivo, que fueron pagados anticipadamente. A pesar de la inestable situación financiera mundial, la empresa sustituyó el crédito puente de 600 millones de dólares con transacciones en los mercados de capital para comprar la panificadora *Weston Foods*, lo que es un ejemplo de que las GEM realizan sus adquisiciones mediante un gran apalancamiento.

3.8 POSICIONES FINANCIERAS MINSKY

En este apartado se demostrará la relevancia empírica de las categorías de Minsky a partir de su construcción en torno a la posición financiera de las empresas de la muestra. La clasificación se realizará con el análisis de las hojas de balance, aplicado específicamente a las variables de los recursos de la operación, del financiamiento y de la inversión comprendidos en el flujo de efectivo. Existe una relación cíclica entre las finanzas e inversión porque se genera un movimiento ascendente que produce efectos de acumulación, y que posteriormente pierde su potencia e inicia el descenso. La inversión depende de los flujos de efectivo y de las deudas, que incurren en un costo para la inversión actual.

Para el periodo de 1990 a 2010, se comprueba la existencia de los ciclos económicos financieros (corto plazo), a través de estimar el flujo de efectivo sobre el costo del

¹⁵² El cambio de Federico Sada González, quien había permanecido en el puesto treinta años como uno de los accionistas mayoritarios.

financiamiento y de revisar la información de tipo cualitativa de los *Informes Anuales* de las GEM.

Como se mencionó en el Capítulo I, Minsky clasifica a las empresas por su posición financiera de acuerdo con su capacidad de pago y su fragilidad. En este apartado se propone realizar esta tipificación con las variables de recursos de la operación, del financiamiento y de la inversión que componen el flujo de efectivo (figura 3.1), para conformar las posiciones:

a) *Conservadoras*. Este tipo de empresa tiene recursos para la operación, pagan su financiamiento e invierten.

b) *Especulativas*. Estas empresas pueden o no tener recursos por operación¹⁵³, pagan intereses de la deuda y refinancian sus plazos, e invierten en menor proporción que el monto de la deuda.

c) *Ponzi*. Estas empresas no tienen recursos por operación, ni capacidad de pago del principal ni del servicio de la deuda, tampoco la refinancian y no invierten¹⁵⁴. Pierden la credibilidad de sus acreedores por su falta de capacidad de pago.

El procedimiento para ubicar a las GEM seleccionadas en sus posiciones financieras fue el siguiente: que compartieran el sector, tuvieran un comportamiento diferente de acuerdo a la información de ventas, deuda y flujo de efectivo, complementado con información cualitativa sobre su comportamiento para cubrir obligaciones. Revisión de los flujos de efectivo: operación, financiamiento e inversión; determinar cuál de los tres recursos es superior en el sentido de si adquiere deuda para financiar o si invierte para pagar deuda. A partir de estos resultados fue asignada la categoría Minsky por empresa. El mayor número de años en alguna categoría es el que indica la posición financiera de las mismas.

La información utilizada para el análisis fue recopilada de los estados financieros publicados en la BMV y de los *Informes Anuales* de las empresas.

¹⁵³ Sí no tiene recursos por la operación utiliza el financiamiento para cubrirlos.

¹⁵⁴ Para este tipo de empresas la posibilidad de reestructurar su deuda ya no es factible porque pierden la credibilidad de ser sujetas de financiamiento.

Las posiciones financieras de las GEM se determinaron a partir de la capacidad de cubrir con el flujo de efectivo el costo del financiamiento (véase cuadro anexo 3.34), con la información derivada de los cálculos presentados en este capítulo y con la información cualitativa de los *Informes Anuales*.

El costo del financiamiento rebasa el flujo de efectivo en la mayoría de las GEM. En conjunto, con los resultados de los ejercicios presentados se fortalece el argumento de que la estrategia de gestión financiera es predominantemente de financiamiento externo, el cual no sólo es utilizado para realizar nuevas inversiones, también se destina a cubrir obligaciones adquiridas, característica específica del modo de gobierno corporativo que estas empresas adoptaron desde los años noventa. La mayoría de las GEM refinancia constantemente sus plazos y modifica su estructura de deuda en moneda nacional o extranjera.

Las GEM conservadoras son aquellas que se financian en montos que no exceden su flujo de efectivo. Minsky señala dos requisitos para ser especulativas, el primero que continuamente soliciten financiamiento, pero que no se interrumpa el pago de las obligaciones, porque esto les da confianza a las instituciones financieras, y segundo que sigan invirtiendo, entonces serán especulativas. Las empresas con posición financiera Ponzi son aquellas que no cubren el capital ni pagan los intereses por lo que se les pierde la confianza y dejan de tener financiamiento por parte de sus acreedores.

Con los resultados se comprobó que es cíclico el comportamiento del financiamiento. Ello se observa como la capacidad de las GEM para cubrir de forma diferenciada el costo del financiamiento conforme al tipo de producto y al sector económico en el que están. La crisis que inició en 2008, afectó drásticamente a las empresas de la muestra. Las más grandes sufrieron reducciones en sus niveles de liquidez, factor que obligó a algunas a recurrir a los apoyos gubernamentales. En algunos casos, ha bajado la calificación de estas firmas en los mercados internacionales. Es evidente que la fragilidad financiera ha aumentado como resultado de la mayor exposición a los cambios de la economía mundial.

Si bien las posiciones financieras propuestas por Minsky se cumplen en la práctica, no ocurre de igual forma en la teoría por su gestión financiera y la dinámica de la participación del Estado a través de subsidios y programas gubernamentales de apoyo que difieren de los rescates efectuados en los setenta y ochenta cuando se convirtieron en empresas públicas. Actualmente, los rescates son programas asignados discrecionalmente que benefician solamente a algunas de las GEM.

3.8.1 DOCE ESTUDIOS DE CASO

A continuación se presentan los estudios de caso por sector económico derivados de los resultados de la muestra. Mediante la comparación se aprecia el comportamiento de su capacidad de pago y su exposición a la fragilidad financiera a lo largo del periodo¹⁵⁵.

3.8.1.1 SECTOR AGRICULTURA, QUÍMICA Y TEXTIL: *QB INDUSTRIAS Y PARRAS*

En el sector de agricultura, química y textil se encuentran *QB Industrias* y *Parras*; en la gráfica 3.1 se muestra el flujo de efectivo sobre el costo del financiamiento de ambas empresas. La primera se dedica a la fabricación de resinas, y enfrentó problemas por fraudes y pérdidas cambiarias que no reportó a la BMV.

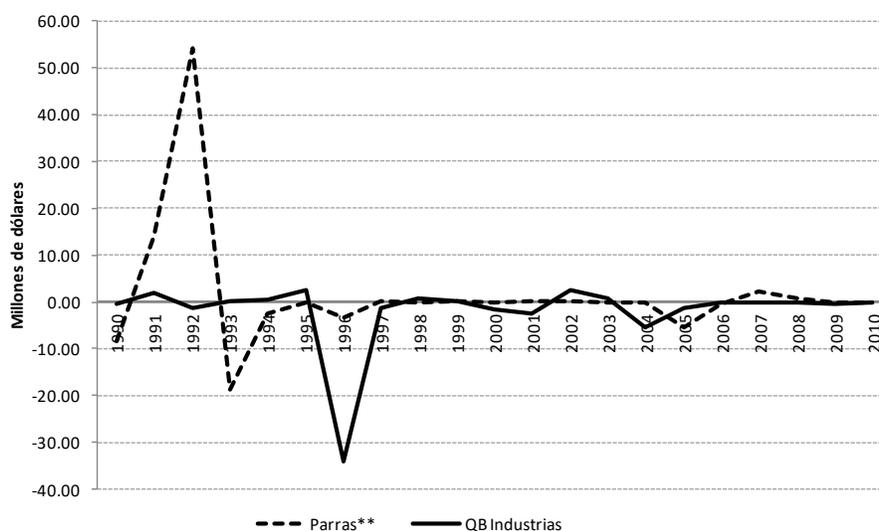
Parras es una empresa dedicada a la manufactura de pantalones de mezclilla, resintió la contracción del sector textil, presentó muy baja rentabilidad en el promedio y total del periodo analizado (véase cuadro anexo 3.31). Sus ventas disminuyeron drásticamente en 2008, la capacidad de pago excedió su flujo de efectivo, se financió de fuentes externas en muy bajo nivel resintiendo los efectos adversos de las crisis. El ciclo de *Parras* fue sumamente extremo en sus caídas y alzas; al inicio de los noventa registró mayor costo de financiamiento con relación a su flujo de efectivo. Para la siguiente década presentó

¹⁵⁵ En este apartado se empleó la información de las hojas de balance, los *Informes Anuales* de las empresas, e información periodística, para mayor detalle de la información de tipo cualitativo véase el Anexo del Capítulo III.

problemas de liquidez que la vulneraron aún más ante las crisis. No obstante, realizó inversión en activos fijos.

QB Industrias, por el contrario, no recibió financiamiento y realizó inversiones por un monto muy pequeño en la década de los noventa. Hasta 2000 logró un paquete de 87 millones de dólares e hizo una importante inversión de 107 millones de dólares. Si bien en la primera década se puede caracterizar como empresa conservadora por no recurrir a financiamiento (véase cuadro anexo 3.35), se ha alejado de esa definición al ser cuestionada por enfrentar sus problemas financieros de manera irregular, como el hecho que presentara información falsa de sus hojas de balance, hecho que afectó a los inversionistas¹⁵⁶.

Gráfica 3.1
Parras y QB industrias
Flujo de Efectivo / Costo de Financiamiento



Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros reportados a la BMV (2011).

3.8.1.2 SECTOR ALIMENTOS, BEBIDAS Y COMERCIO: *BIMBO* Y *GRUPO CONTINENTAL*

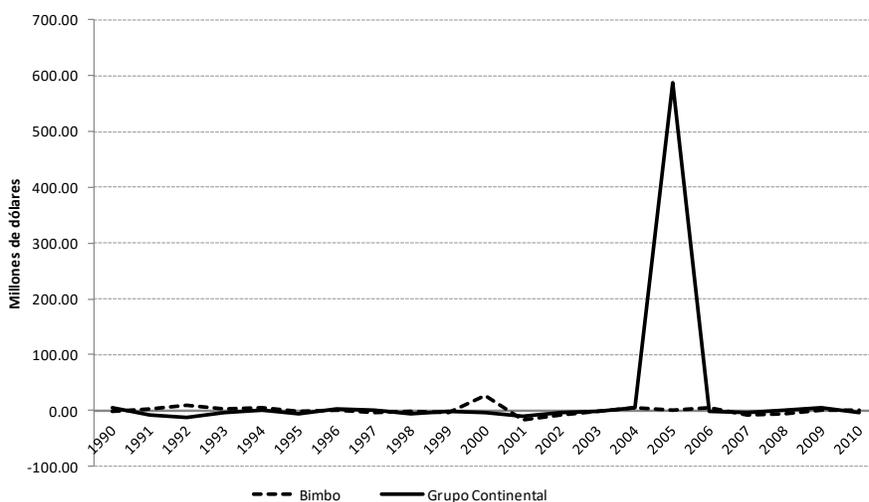
En alimentos, bebidas y comercio se hallan *Bimbo* y *Grupo Continental*. Según se observa en la gráfica 3.2, la primera mostró mayor estabilidad que la segunda en cuanto al manejo de finanzas. Por su lado, *Grupo Continental*, en el transcurso de 1990 a 1994, no invirtió pero se financió y vendió activos. Posteriormente inició una etapa de expansión a través de

¹⁵⁶ Este hecho se comentó en el apartado de *Empresas Canceladas de la Muestra de Cuarenta GEM*.

inversiones. En todo el periodo analizado recibió recursos por concepto de operación. Es una empresa con un comportamiento muy estable en términos financieros.

Bimbo se enfocó en adquirir activos fuera del país; después de la crisis de 1995 incrementó su deuda en moneda extranjera, lo cual la tornó extremadamente frágil a los cambios de la economía internacional. En la coyuntura de la crisis que inició en 2008, disminuyó su calificación de riesgo, sin embargo logró un financiamiento para la compra de *Weston Foods* en Estados Unidos. El monto alcanzó el nivel histórico en el récord de la empresa y con respecto a las otras GEM. El manejo de la estrategia financiera trazada para la compra y el pago por adelantado, mejoró ostensiblemente su calificación de riesgo.

Gráfica 3.2
Bimbo y Grupo Continental
Flujo de Efectivo / Costo de Financiamiento



Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros reportados a la BMV (2011).

La adquisición de *Weston Foods* incluyó un portafolio de marcas *premium*, 22 plantas y más de cuatro mil rutas de distribución. Para el año de 2013, *Bimbo Bakeries USA*, filial de *Bimbo* en Estados Unidos, contaba con treinta y cinco plantas, siete mil rutas de distribución y más de quince mil empleados.

A pesar de la crisis económica mundial, la empresa decidió continuar una etapa de expansión, inauguró la primera planta en Bahía, Brasil, la cual representa la segunda fábrica

de la región noreste y encargada de producir la línea de panes de la marca *Plus Vita*, comercializando con las marcas como *Ana María*, *Pullman* y *Laura*. De esta forma, *Bimbo* se volvió el líder en panificación industrial en este mercado, tenía seis plantas en el territorio brasileño ubicadas en Sao Paulo, Río Grande do Sul, Río de Janeiro, Pernambuco y Bahía.

Bimbo inauguró el primer instituto de investigación y nutrición para América Latina respondiendo a sus metas de innovación y calidad de vida. De esta forma, a través de alianzas con la comunidad científica, llegó al acuerdo para la adquisición de 75 por ciento de la empresa brasileña *Nutella Alimentos*¹⁵⁷.

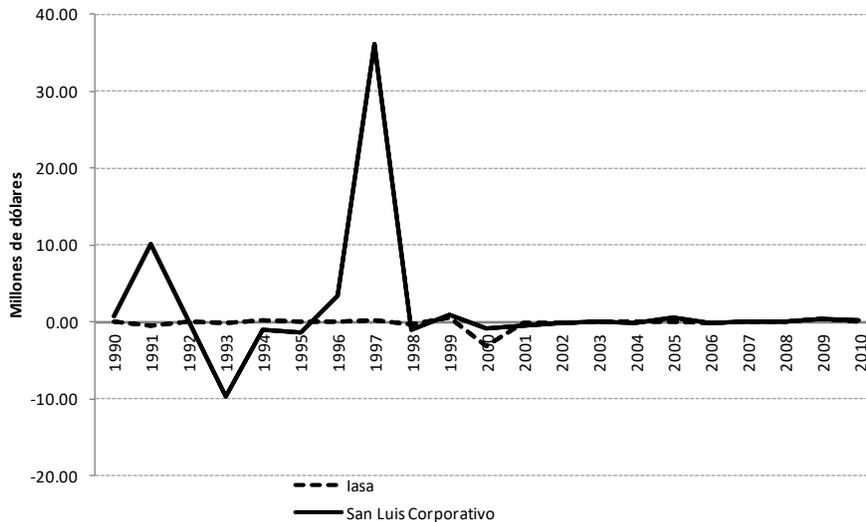
3.8.1.3 SECTOR MAQUINARIA, TRANSPORTE Y VEHÍCULOS: *SAN LUIS CORPORATIVO* E *IASA*

En maquinaria, transporte y vehículos se compararon las empresas *San Luis Corporativo* e *Iasa*. En la gráfica 3.3 se observa que la primera en la década de los noventa presentó un comportamiento variable pero pudo cubrir el costo de financiamiento. En 2000 tuvo dificultades para hacerlo. Con la crisis de 2008 enfrentó problemas de liquidez, sin embargo le fue favorable su posición en el mercado para mantenerse, a diferencia de *Iasa*, que desde hacía unos años presentaba problemas financieros.

A *Iasa* le resultó difícil continuar su crecimiento. En el periodo de 1992 a 1994 cubrió obligaciones y también invirtió. Durante varios años recurrió a vender activos para poder pagar, ello le permitió tener liquidez y obtener créditos. En los últimos tres años del periodo analizado no recibió financiamiento ante su falta de liquidez, lo que la colocó en una situación de fragilidad financiera.

¹⁵⁷ *Bimbo* pagó por esta operación entre 70 y 90 millones de dólares.

Gráfica 3.3
San Luis Corporativo e Iasa
Flujo de Efectivo / Costo de Financiamiento



Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros reportados a la BMV (2011).

Destaca *San Luis Corporativo*¹⁵⁸, porque se posicionó como la primera empresa en acceder a los mercados de capital doméstico y extranjero. Luego de la crisis de 1994, hizo colocaciones de CPO's en el mercado internacional. También tiene IED en Estados Unidos y Brasil¹⁵⁹, y es líder en esos mercados como productor de componentes de alta tecnología para sistemas de frenos. Cuenta con las subsidiarias *San Luis Suspensión*¹⁶⁰, *Frenos* y *Autopartes*, y *Lismin*, que está posicionada en la extracción de oro y plata.

A lo largo del periodo analizado, *San Luis Corporativo* se colocó en el mercado interno y externo. En cuanto al financiamiento, en los últimos años del periodo analizado alternó su deuda de corto y largo plazo para cubrir sus obligaciones. Usó la deuda de corto plazo para pagar los intereses de la de largo plazo. Se trata de una de las GEM que tuvo más de 40 por ciento de su financiamiento en moneda extranjera de largo plazo. Estos recursos fueron

¹⁵⁸ Esta empresa fue adquirida por *Corporación Industrial San Luis* en 1988 y cuenta con un Centro de Desarrollo Tecnológico en Estados Unidos, oficinas centrales ubicadas en la Ciudad de México, 7 unidades productivas a lo largo del continente americano, así como una oficina de enlace en Europa, la empresa actualmente proporciona soluciones a una amplia gama de fabricantes automotrices y da empleo a 5 mil 700 personas.

¹⁵⁹ En Europa sólo cuenta con una oficina de enlace en Alemania.

¹⁶⁰ *San Luis Suspensión* tiene un complejo industrial en Piedras Negras Coahuila que es uno de los centros de componentes más grandes del mundo.

contratados bajo la tasa *Libor*, lo que hizo que su crédito fuera más barato que en el mercado nacional.

A través de su subsidiaria *Rassini Autopartes*, formalizó una asociación con *Hendrickson Internacional*. La nueva sociedad se enfocó a la producción y distribución de componentes de suspensiones para vehículos pesados, semipesados y tráileres, que se exportaban a Norteamérica, que es la principal proveedora de empresas automotrices en ese país.

Dejó de comprar inversiones permanentes, lo cual se explica porque finalizó un acuerdo con *Teck Corporation*, al venderle, en 2002, su participación de 25 por ciento en el depósito de cobre y zinc de San Nicolás en Zacatecas. Llegó a un acuerdo con *Wheaton River Minerals* para que adquiriera su subsidiaria *Lismin*, ante los problemas financieros que enfrentaba. Por esta operación recibió 75 millones de dólares en efectivo (*El Economista* 2002a).

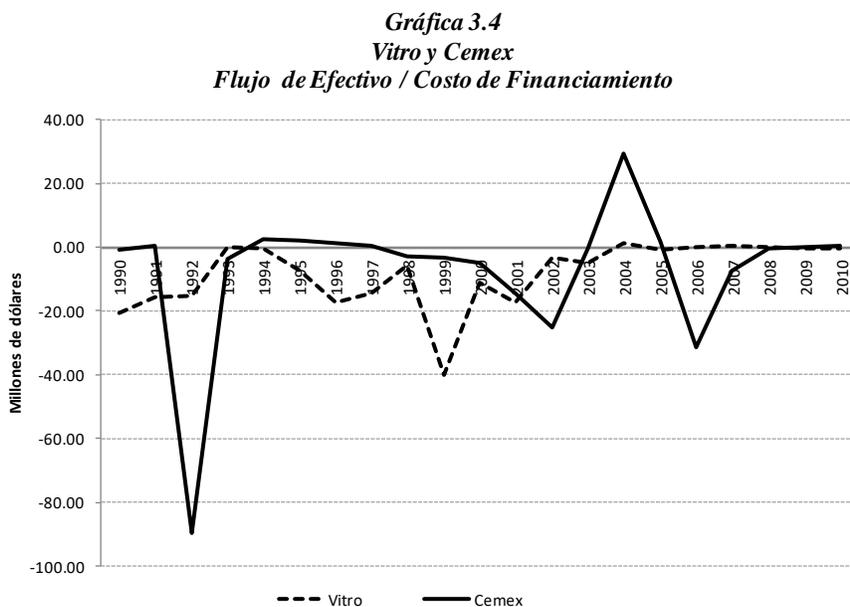
Lo anterior está relacionado con la conclusión de la reestructuración de una emisión de eurobonos y de su programa de europapel comercial para refinanciarse (el monto excedía los 200 millones de dólares), logró con ello amplia aceptación en esos mercados. Otro suceso relevante para las GEM fue que *San Luis Corporativo* renegoció la totalidad de su deuda con sus acreedores; en 2008 lanzó en los mercados financieros una oferta de compra e intercambio de deuda por 291 millones 300 mil dólares. Por lo anterior, se expresa como una empresa con posición especulativa¹⁶¹. Una vez saneadas sus finanzas, la firma inauguró formalmente su nueva planta de resortes automotrices en Montpelier, Ohio Estados Unidos, denominada *Rassini Chassis System*.

¹⁶¹ Sólo en 1999 la empresa fue conservadora porque pagó deuda bancaria y bursátil de corto y largo plazos además de otros financiamientos; se reservó el solicitar financiamiento a diferencia de otros años e incluso cambió los plazos de sus obligaciones. La renegociación con sus tenedores de deuda salvó a *San Luis Corporativo* de caer en una posición Ponzi, permitiéndole, en 2007 y 2008, evitar una baja capacidad de pago para cubrir los intereses de su deuda por falta de liquidez.

3.8.1.4 SECTOR DE MINERALES NO METÁLICOS: *CEMEX* Y *VITRO*

En el sector de minerales no metálicos, *Cemex* y *Vitro* desarrollaron negociaciones de forma global expandiéndose hacia el mercado externo. Esto se observa como casos de éxito en los que destaca la primera GEM. Sin embargo, con las crisis de 2008 enfrentó problemas de liquidez que fueron superados por su crecimiento empresarial. En la posición contraria se encuentra *Vitro*, que según el análisis y los resultados obtenidos, representa un caso de fracaso en función de su objetivo inicial.

En la gráfica 3.4 se presta atención al flujo de efectivo sobre el costo del financiamiento de ambas empresas. Es evidente que por una década, *Vitro* no cubrió sus obligaciones con el flujo de efectivo, por lo que debió vender activos en los últimos años. La BMV suspendió la cotización de la firma a partir de junio de 2010 por no incluir la información correspondiente al último trimestre de 2009 (*El Economista* 2010).



Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros reportados a la BMV (2011).

Por lo que respecta a *Cemex*, a partir de la década de los noventa tiene presencia en los cinco continentes a través de IED¹⁶², con una especialización racionalizada desde la óptica de la producción internacional por la tecnología aplicada a sus procesos¹⁶³. Registró de manera general saldo positivo en millones de dólares en los recursos de la operación e invariablemente ha pagado sus obligaciones.

En el periodo analizado, *Cemex* contrató financiamiento bancario y bursátil de corto plazo. A pesar de la crisis en la economía mexicana, en 1995, recurrió a préstamos bancarios de largo plazo¹⁶⁴. Esta empresa compró bienes de uso y realizó inversiones permanentes que representaron 80 por ciento de los recursos generados por la operación¹⁶⁵, lo que implicó un cambio tecnológico en su producción. *Cemex* es la empresa líder en costos en el mercado nacional que le permite precios competitivos a sus productos. A partir de una estrategia defensiva respecto de sus competidores, la empresa utiliza estrategias ofensivas y

¹⁶² *Cemex* contaba con 25 mil 965 empleados y relaciones comerciales con 60 países (*Cemex* 2004).

¹⁶³ Un elemento de gran importancia dentro de su estrategia de ventaja competitiva es haberse enfocado y lograr ser líder en costos en el mercado nacional. Desde 1990, *Cemex* inició un cambio tecnológico en la gestión con la implantación del sistema Gestión Integral del Negocio de Concreto (*Ginco*), para proporcionar mejor servicio a través de tecnología informática. *Ginco* abarca desde el consumo de materias primas, cuentas por cobrar y reportes de crédito, hasta manejo de pedidos e incluso determina la mezcla exacta para cada pedido en cada planta. Asegura calidad consistente del concreto y menos desperdicio de cemento. Controla la operación de 40 plantas y la logística de los 6 mil 700 viajes de una flotilla de 330 camiones, que en un 90 por ciento logran abatir el tiempo de entrega hasta por 15 minutos con relación a la hora acordada (*Cemex* 2002). Planeó ampliar un programa utilizado en las plantas en España, que sustituyó combustibles tradicionales como el combustóleo y el gas natural, por coque de petróleo y otros energéticos de precio más estable.

¹⁶⁴ *Cemex* participa con IED en Estados Unidos, Panamá, Costa Rica, El Salvador, Nicaragua, República Dominicana, Trinidad y Tobago, Puerto Rico, Venezuela (integración de plantas en seis meses), España (las plantas adquiridas se integraron en 24 meses), Bangladesh, Filipinas, Taiwán, Tailandia y Egipto; pero con mayor detalle por el saldo de la inversión, se puede interpretar que el financiamiento y el de operación se utilizaron en este rubro. Los años de mayor inversión fueron 1995, 1998 y 2000.

En 2001, *Cemex* entró al mercado de Tailandia y Bangladesh, con un molino de cemento y la compra del 99 por ciento de *Saburi Cement*, completó la adquisición en Estados Unidos de *Southdown* (en un plazo de cuatro meses), terminó la expansión de la planta *Victorville* en California (*Cemex* 2001) y compró la planta *Dixon-Marquette* en 2003. La empresa pagó sus obligaciones de deuda de corto y largo plazos, y también dividendos, salvo cuando los retuvo en 1995 y 1996, debido a la crisis. En comparación con 1994, este pago aumentó después de 2001, y alcanzó en 2003 el triple del monto de aquel año.

¹⁶⁵ En 2000, fueron del doble porque es el año de mayor contratación de deuda. Su flujo de efectivo de operación fue positivo y sus ingresos mayores que éste, en millones de dólares. En 2003, su flujo de efectivo se incrementó 21 por ciento respecto del año anterior y representó 5.3 veces el monto de los intereses, dos terceras partes los utilizó para pagar deuda y se refinanciaron 2 mil 400 millones de dólares de deuda, lo que le permitió una gran liquidez.

defensivas (Porter 2002: 103-115), debido a que tiene acuerdos de no agresión con sus competidores¹⁶⁶.

Desde inicio de los noventa, *Cemex* construyó un portafolio de activos preferentemente de largo plazo y se enfocó hacia mercados altamente atractivos. La amplia diversificación geográfica hacia mercados con diferentes ciclos económicos le permitió sustentar un crecimiento constante y una sólida generación de flujo de efectivo durante todo el ciclo de negocios. Fortaleció su estructura financiera y gozó hasta 2006, de amplio margen de flujo de efectivo en millones de dólares, a partir de estrategias de crecimiento y reducción de costos y acuerdos. Esta situación dio un viraje a partir de 2007, cuando la baja de la economía estadounidense afectó sus ganancias obligándola a recurrir a fondos públicos para hacer frente a sus obligaciones por problemas de liquidez. Con esas medidas pudo evitar colocarse en una posición Ponzi.

3.8.1.5 SECTOR DE PAPEL, CELULOSA Y OTROS: *BIO-PAPPEL*¹⁶⁷ Y *QUMMA*

El sector de papel, celulosa y otros, fue afectado por tendencias en los precios y demandas internacionales para el papel. Los precios de las clases para empaque, industrial y los productos de conversión, como las cajas corrugadas, sacos y bolsas multicapas, han sido sometidos históricamente a fluctuaciones cíclicas en el mercado. La demanda de estos productos disminuyó por los niveles de inventario de los clientes lo cual se correlaciona con el crecimiento económico real del sector. Además, las industrias de papel y de empaque son altamente intensivas en cuanto a capital y el impacto de nuevas instalaciones de plantas productivas afectó la oferta y la demanda.

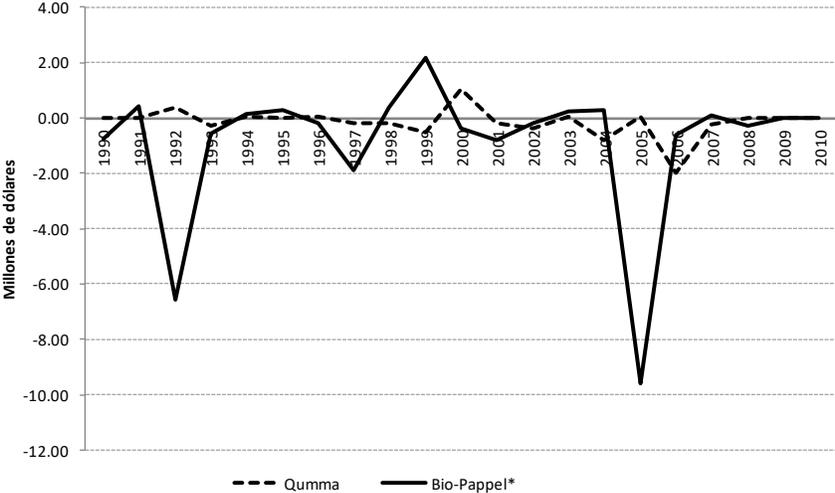
¹⁶⁶ Las estrategias más importantes se enfocaron a: clientes, productos, proveedores, costos, entre otras. El convenio firmado entre *Grupo Cementos Chihuahua*, *Cementos Cruz Azul* y *Cemex*, buscaba la libre competencia en el mercado interno, exceptuando los estados de Nuevo León, Guadalajara, Nayarit y Distrito Federal, debido a que cada grupo tenía acuerdos firmados con los respectivos gobiernos locales para la edificación de un número determinado de obras que beneficiaban de forma distinta a los grupos cementeros mencionados. Esto se reflejó en el acuerdo firmado en la Cámara Nacional del Cemento (Canacem).

¹⁶⁷ *Grupo Durango*, cambia de nombre a partir de 2008 como parte de su estrategia para sanear sus finanzas.

En la gráfica 3.5 se observa cómo *Bio-Pappel* sostuvo tendencias especulativas durante los años noventa y la primera mitad de la siguiente década. Más adelante modificaría sus tácticas hacia un manejo más conservador en el control de finanzas.

De forma distinta, *Qumma* se mantuvo en una posición destacadamente conservadora durante el periodo analizado. La empresa recurrió al financiamiento para invertir, y no obstante haber cubierto sus obligaciones en las fechas indicadas (2004 y 2005), no recibió financiamiento y tuvo que vender activos. Se puede afirmar que a esa GEM no le fue sido fácil hacer frente a sus obligaciones.

Gráfica 3.5
Qumma y Bio-Pappel*
Flujo de Efectivo / Costo de Financiamiento



* Antes Grupo Durango
Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros reportados a la BMV (2011).

Debido al saldo registrado en el flujo de efectivo en millones de dólares, *Bio-Pappel* sostuvo una posición especulativa lo largo del periodo. En 1994 no registró deuda bancaria, bursátil o de otros financiamientos, pero en 1995 contrató obligaciones que financió con recursos propios. Las amortizaciones de pasivo eran bajas respecto del monto total (menores a 40 por ciento).

Su situación financiera se complicó en 2001 y 2002; enfrentó crisis de liquidez y riesgo de traspasar el límite y ubicarse como empresa Ponzi¹⁶⁸. Para el siguiente año¹⁶⁹, anunció su incapacidad para enfrentar el pago de intereses¹⁷⁰, y gracias a que sus arreglos con acreedores, según la Ley de Concursos Mercantiles¹⁷¹, pudo continuar operaciones en el mercado sin necesidad de declararse en quiebra o vender activos estratégicos a otras firmas.

La confianza otorgada por sus acreedores fue un signo de certidumbre y credibilidad que la colocó como objeto de financiamiento y con ello mantener posición especulativa. El acuerdo con sus acreedores internacionales le permitió reestructurar cerca del 40 por ciento de su deuda y cubrir el total de sus obligaciones a través de instrumentos de deuda, capital y efectivo.

Por sus problemas de liquidez, esa GEM vendió ciertos activos no estratégicos, entre ellos la planta de su subsidiaria *Grupo Pipsamex SA de CV*, localizada en San Luis Potosí¹⁷². Asimismo, recurrió a no pagar dividendos¹⁷³, para finales del periodo analizado afrontaba graves problemas financieros. Ingresó a concurso mercantil en octubre de 2008¹⁷⁴, y cambio de razón social de *Grupo Durango* a *Bio-Pappel*.

3.8.1.6 SECTOR SIDERURGIA Y METALURGIA: *AHMSA* E *Ichb*

En el sector siderurgia y metalurgia se hallan *Ahmsa* e *Ichb*. La primera es un caso particular en su sector económico y en la muestra. Con base a las posiciones financieras

¹⁶⁸ En parte también debió afrontar la competencia en Estados Unidos con fabricantes de productos de papel y empaque, y la presencia de poderosos competidores extranjeros en el mercado interno, presentes en la manufactura, tecnología y mercadotecnia, lo cual dificultó su posición en el mercado nacional.

¹⁶⁹ *Grupo Industrial Durango* que fusionó a *Corporativo Durango (Codusa)* en 2001.

¹⁷⁰ Con un monto de 12 millones de dólares, con bono que tenía vigencia hasta 2009.

¹⁷¹ Esta ley tiene dos fases: la primera es la conciliación y la segunda la quiebra. *Grupo Durango* logró la primera a través de un acuerdo con sus acreedores (*Grupo Industrial Durango* 2004).

¹⁷² Esta planta contribuía con el 1 por ciento de las utilidades de *Pipsamex* y por eso determinó su venta. Es importante señalar que la producción de algunos de estos papeles continuó efectuándose en la red de producción de *Grupo Pipsamex*, con tecnología de punta (CNBV 2004 y BMV 2004).

¹⁷³ En todo el periodo no pagó dividendos, el año 2000 fue el de mayor retención, que representó más de 100 por ciento del saldo de los recursos de operación, lo que indica la fragilidad de su estructura financiera.

¹⁷⁴ Desde 2005, su capacidad de flujo de efectivo no cubrió los intereses de la deuda, lo que la colocó como una empresa Ponzi.

Minsky, transitó de especulativa a Ponzi para regresar a la primera posición. Se caracterizó por tener un saldo de los recursos por financiamiento, mayor al de operación, y por contratar deuda de corto y largo plazos. Lo anterior, debido no sólo por las pérdidas en recursos de operación, sino para amortizar deuda bancaria y bursátil, lo cual explica su grado de financiarización.

Una generalidad en el caso de *Ahmsa* que llama la atención, es que no pagó dividendos en el periodo analizado, pero adquirió deuda bancaria y bursátil. La cantidad que cubrió por sus deudas fue muy baja en comparación con el monto de la contratada, solicitó la declaración de suspensión de pagos en 1999, la cual le fue otorgada en mayo de 2001¹⁷⁵.

La empresa dejó de recibir préstamos de la banca y bursátiles pero registró aportaciones en el rubro de otros financiamientos, de allí destinó 80 por ciento a pago de amortizaciones bancarias y otros financiamientos, por lo que el saldo de flujo de efectivo en millones de dólares fue positivo y coincide con el 20 por ciento restante de lo que proviene de otros financiamientos. A pesar de haber recibido otros financiamientos por las condiciones del mercado¹⁷⁶, en ese año *Ahmsa* inició un proceso para renegociar su deuda con la perspectiva de cerrar el pago en 2002.

El monto de crédito que *Ahmsa* solicitó (registrado en otros financiamientos) lo pagó íntegramente en 2002. Los tres principales acreedores (de una lista de más de mil) Bank of America, Banamex y BBVA Bancomer solicitaron que se declarara la quiebra de la empresa y se procediera a la reestructura de sus pasivos que superaban los 1 mil 800 millones de dólares (*La Crónica* 2006). En 2003, dos terceras partes de los préstamos a *Ahmsa* se destinaron como recursos para la operación, y una tercera parte fueron dirigidos a las amortizaciones bancarias.

¹⁷⁵ *Ahmsa* logró la protección de la justicia mexicana para dejar de pagar su deuda de 1 mil 800 millones de dólares y seguir operando bajo el amparo de una antigua Ley de Quiebras en 1999. En febrero de 2006, anunció el levantamiento de la suspensión de pagos de su principal filial, que llevaba casi siete años sin pagar su deuda, después acordó con sus acreedores pagar su deuda de 200 millones de dólares en octubre de 2005.

¹⁷⁶ La demanda de productos de acero en el mercado interno descendió por la entrada desleal de la competencia, por lo que varias empresas del sector como *Imexsa*, *Hylsa* y *Fumosa* decidieron cerrar parcialmente sus plantas (2000).

En la hoja de balance de la empresa se destaca la venta de activos fijos (1995-1998) y la inversión en construcciones (1994-2003)¹⁷⁷. Siguió recibiendo recursos de otros financiamientos aun cuando dejó de recibir créditos bancarios en 2000, lo anterior refleja que hubo un destacado interés por parte de otros acreedores para que la empresa continuara su operación.

Las condiciones del mercado¹⁷⁸ en 2004, permitieron a *Ahmsa* aumentar su producción 3.9 por ciento más que en 2003, y al año siguiente produjo 3.5 millones de toneladas de acero líquido, lo que indica claramente que a pesar de suspender pagos su producción creció exponencialmente. La empresa pudo continuar planes de inversión que le redituaron aumentar su producción (4 millones de toneladas anuales), y ampliar su capacidad de pago para salir de la quiebra en 2006¹⁷⁹. Lo señalado arriba no asegura que la firma vaya a modificar su comportamiento altamente especulativo y evitar nuevamente la quiebra, ya que ha sido beneficiada por factores compensatorios del Estado y por sus alianzas con otros grupos económicos. En la gráfica 3.6 se refleja esta situación financiera.

Ichb, por su parte, desplegó su estrategia de crecimiento y celebró un contrato para adquirir el total de las acciones representativas del capital social de *Corporación Aceros DM* y algunas afiliadas como es el caso de *Grupo San*. También invirtió en nuevas tecnologías para la transformación mediante el contrato con *Energía Costa Azul*, a partir del cual construyó una planta de inyección de nitrógeno y otra de generación, que representó una inversión de 100 millones de dólares, situación que continuó con la adquisición de plantas similares como las ubicadas en Cleveland, Ohio y Memphis Tennessee¹⁸⁰ con lo que alcanzó 5 millones de toneladas de capacidad instalada de acero distribuidas en México, Estados Unidos y Canadá.

¹⁷⁷ Entre 1991 y 1995, el sector siderúrgico en general invirtió en un proceso de modernización que se reflejó en el aumento significativo de la producción nacional de acero, de 8 millones de toneladas en 1991 a 15.3 millones de toneladas en 1999, que representó un crecimiento anual de 10.9 por ciento entre 1991 y 1995. En este periodo, el PIB de la industria metálica básica creció 5.9 por ciento, mientras que el PIB nacional y el producto de las manufacturas decayeron 0.1 y 4 por ciento, respectivamente. Se acordaron alianzas comerciales entre empresas extranjeras y nacionales. Ejemplo de ello es la coinversión con *Inland Steel* (Martínez 2003).

¹⁷⁸ Este sector tuvo una alta rentabilidad por la fuerte demanda y altos precios del acero en 2004.

¹⁷⁹ Sus acreedores aceptaron un pago de 200 millones de dólares.

¹⁸⁰ Las actividades más relevantes de la empresa se dieron en 2008.

Gráfica 3.6
Ahmsa e Ichb
Flujo de Caja / Costo de Financiamiento



Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros reportados a la BMV (2011).

A partir del conjunto de los resultados contenidos en el presente capítulo, se presentan las posiciones financieras de las GEM seleccionadas (véase cuadro anexo 3.35).

El procedimiento para ubicar a las GEM en sus posiciones financieras fue el siguiente: revisión de los flujos de caja (operación, financiamiento e inversión); determinación de cuál de los tres recursos es superior, si adquiere deuda para financiar o si invierte para pagar deuda. Con base a este resultado se asignó la posición Minsky por empresa y por año.

Las posiciones financieras de las GEM, a lo largo del periodo de análisis, fueron las siguientes: *Parras* y *Qumma* se situaron en posición conservadora; *QB Industrias*, *Bimbo*, *Grupo Continental*, *San Luis Corporativo*, *Iasa*, *Cemex*, *Vitro*, *Ahmsa* e *Ichb*, mostraron posición especulativa; *Bio-Pappel* mantuvo posición Ponzi a partir de 2008. Lo anterior lleva a sugerir que esas tendencias no se revertirán. *Ahmsa* estrictamente sería una empresa Ponzi por el manejo de su estrategia de gestión financiera, pero según se ha señalado, fue favorecida por sus acreedores y por mecanismos discrecionales por parte del gobierno. En el caso de *Vitro*, no logró revertir la situación mediante reestructuraciones, enfrentó mayores problemas de liquidez, vendió activos por 68.3 millones de dólares, tuvo que dejar

de cotizar en la BMV a partir de 2010. Esto se puede explicar al deducir que le ha sido insuficiente el sostén gubernamental para enfrentar la crisis de 2008. *Cemex* se apegó a este programa, pero a diferencia de *Vitro* cuenta con mejores capacidades organizacionales para superar las crisis.

CONCLUSIONES

A lo largo de este capítulo se demuestra que en su proceso de evolución, las GEM mexicanas han enfrentado fluctuaciones de la economía interna y externa, que según la perspectiva teórica de Minsky de las posiciones financieras en coyunturas de crisis, pudieran haber desembocado en una situación Ponzi que si fuera general derivaría en un colapso sistémico, lo que en la práctica no sucede, porque estas empresas articulan una estrategia de gestión financiera en las que se combinan las fuentes de financiamiento, externas e internas, para lograr un modo de gobierno corporativo que comúnmente han utilizado desde la década de los noventa.

En esta estrategia financiera generalizada, las GEM utilizan fuentes externas, particularmente deuda de corto plazo, para el crecimiento empresarial, principalmente a través de inversión directa en el exterior, en tanto las fuentes internas (ingresos propios) son retiradas mediante el pago de dividendos. Este comportamiento hace ver a la empresa como altamente rentable y en crecimiento. La distribución de los dividendos está en función de la participación de los accionistas, es decir, el grupo controlador se beneficia en mayor medida al constituirse históricamente como tenedores de las acciones, lo que atrae a nuevos accionistas motivados por el alto retorno de dividendos reflejado.

Este modo de gobierno corporativo de las GEM mexicanas se relaciona con una práctica común que es la financiarización, en la que la rentabilidad operativa está por debajo de los ingresos financieros. Se demostró que estas empresas, además de utilizar deuda para crecer también la emplean para salir de compromisos. De tal forma que los accionistas de nuevo ingreso están ante una empresa inmersa en un entorno de rentabilidad financiera y de alto

endeudamiento. Ante esta fragilidad potencial, las GEM asumen el riesgo moral en la certidumbre de que el Estado intervendrá para evitar una crisis sistémica mediante mecanismos compensatorios, tal como lo hizo en el pasado. Sin embargo, la modalidad es diferente, en los ochenta se aplicó la política de rescate a las grandes empresas, pero en estos años analizados no hay una política pública explícita sino una serie de acciones selectivas dirigidas a las empresas que por su modo de gobierno corporativo han adquirido capacidades y habilidades de gestión financiera y también para obtener beneficios del Estado, que podemos afirmar continúan en nuestros días.

Lo anterior comprueba la hipótesis de que la estrategia de gestión financiera de las GEM es altamente especulativa, y está asociada al modelo de gobierno corporativo con respaldo estatal, en la que prevalece una fragilidad financiera potencial por endeudamiento, que en las crisis, como la iniciada en 2008, no desembocó en una situación Ponzi sistémica debido por una parte a su manejo de las finanzas en gran medida y por otra a la intervención del Estado a través de mecanismos compensatorios como los programas de apoyo que recibieron algunas empresas.

La hipótesis se demostró a través del análisis de diferentes variables: participación de la muestra en el PIB manufacturero, inversión neta, activos e ingresos por origen (nacionales y extranjeros), estructura de deuda por las variables de distinción de moneda por corto y largo plazos, las razones financieras de EBIT, ROE y ROA y, para observar la capacidad de pago de las empresas, y a través de los flujos de efectivo, como los recursos generados por la operación, del financiamiento y la inversión. Se presentaron también doce estudios de caso para evidenciar las posiciones financieras de las GEM. El empleo de técnicas cualitativas permitió la complementación del análisis cuantitativo.

Los hallazgos se centran en la existencia de las relaciones de la economía real y la financiera. A partir de las hojas de balance de las empresas se reflejan los ciclos económicos financieros, a principios de los noventa se generaron expectativas de alta rentabilidad para los capitales. La mayoría de las GEM emprendieron acciones de crecimiento empresarial sostenido, como las grandes inversiones para posicionarse en los

mercados interno y externo, y enfrentaron la competencia derivada de la apertura, lo que también las impulsó a continuar con su estrategia de crecer hacia el exterior.

CONCLUSIONES FINALES

En el presente trabajo de investigación se analizó la estrategia de financiamiento de las GEM mexicanas en un contexto de economía abierta, a partir de la década de los noventa. En primera instancia se utilizó el enfoque de la teoría poskeynesiana, particularmente el enfoque de Minsky acerca de la relación entre deuda, flujos de efectivo e inversión. En segundo lugar se manejó el concepto de gobierno corporativo para explicar la estrategia de gestión financiera y el modo de gobierno de las GEM.

Se comprobó la relevancia empírica de las posiciones financieras de las GEM, con base a la consideración de que la acumulación de las deudas varía sistemáticamente bajo diferentes condiciones por la determinación endógena de los ciclos económicos financieros de las empresas. La hipótesis de Minsky sobre fragilidad financiera en economías cerradas puede aplicarse a las economías abiertas dada la relación directa entre deuda, flujos de efectivo e inversión que están determinados endógenamente. Esta hipótesis sostiene que la inversión depende del flujo de efectivo y de la deuda. La relación entre estas dos variables financieras determina la posición de la empresa. Los resultados de la investigación demostraron que generalmente disminuye la primera a favor de la segunda y tercera categorías.

El problema de investigación se centró en explicar las razones por las cuales las GEM, a través de sus estrategias financieras desarrolladas desde los noventa, tienden a la tipificación de las posiciones financieras de Minsky: conservadoras o cubiertas, especulativas y Ponzi, pero en las etapas de crisis, como las que hemos vivido en las últimas dos décadas, no se llega a concretar la hipótesis que delinea Minsky, en el sentido del colapso del sistema.

Así, la hipótesis de esta investigación refiere que el modo de evolución de las GEM tiene regularidades en las que dominan las posiciones financieras especulativas. Este proceso está determinado por cinco factores: el primero se refiere a las modalidades de financiamiento que desarrollan las GEM, que se basa en la combinación de fuentes internas y externas, con la particularidad de que las primeras las emplean para el pago de dividendos, y las segundas

para impulsar el crecimiento de la empresa; el segundo es que en la estrategia de crecimiento de las GEM utilizan financiamiento externo (deuda), para expandirse a través de inversiones directas, fusiones y adquisiciones en el mercado externo, registrando de esta forma un alto apalancamiento financiero; el tercer factor hace énfasis en el modo de gobierno corporativo, producto de la utilización de los fondos internos para cubrir dividendos, con lo que los accionistas mayoritarios resultan ser los más beneficiados a diferencia de los minoritarios.

La articulación entre los dos últimos factores mencionados se localiza en la lógica del grupo control. Por una parte se presenta una empresa con expectativas de rentabilidad y crecimiento muy altas, lo que resulta muy atractivo para nuevos inversionistas; por otra parte, se trata de empresas muy endeudadas, lo cual eleva el riesgo para los inversionistas y la propia firma; el cuarto factor hizo mención a la estrategia de rentabilidad de las GEM mexicanas, en las que está presente la financiarización como una práctica común en sus negocios. El último de los cinco factores es la presencia activa del Estado a través de apoyar a estas empresas con estímulos fiscales cuando están en situaciones de pérdida o en riesgo financiero. Cabe aclarar que a diferencia de los periodos de crisis de años anteriores a la década de los noventa, el Estado no ha operado un rescate a las GEM de la magnitud del Ficorca, pero sí ha desplegado su apoyo bajo otras modalidades.

Estos cinco factores actúan de manera articulada para configurar un modo de gobierno corporativo particular de las GEM, las cuales han desarrollado habilidades y capacidades organizacionales específicamente en ingeniería financiera, a fin de enfrentar la apertura externa.

En primer lugar, se replicó la metodología de Singh y Hamid (1992), con la muestra de cuarenta GEM en el periodo de 1990 a 2003, con el fin de hacer la estimación de crecimiento, financiamiento y estructura del capital de estas empresas en países en desarrollo, lo cual permitió demostrar que la tendencia de financiamiento hacia esas regiones se realizó a través de fondos externos más que internos, y particularmente por deuda en el caso de México.

La metodología de Singh y Hamid (1992) tiene limitaciones que se centraron básicamente en el nivel agregado del análisis, que impide conocer el origen de las fuentes externas, particularmente la deuda y el destino del financiamiento. La utilización de los cuartiles limitaba el análisis de la muestra por el sólo hecho de que una empresa, *Cemex*, por ejemplo, representaba el 25 por ciento; las siguientes diez (ordenadas por tamaño de activos) el 20 por ciento, y las 29 restantes el 55 por ciento, lo que condujo a replantear el razonamiento de ambos autores para lograr el mayor detalle a través de ordenar grupos de diez empresas. Los indicadores empleados para estimar las variables de tamaño de la empresa y actividad, financiamiento del crecimiento empresarial y estructura del capital demostraron bajo esta metodología que los resultados refieren sólo los promedios del periodo de estudio en los dos últimos años.

Debido a las limitaciones de la metodología señalada y la falta de información disponible de otras fuentes, se propuso indagar una vertiente de análisis que se siguió en este trabajo con la aplicación de otras técnicas metodológicas y profundizando en el análisis de las hojas de balance, en particular de los flujos de efectivo que fueron herramientas que permitieron explicar el nivel de fragilidad financiera de las empresas. Esto se realizó a partir de una muestra de veintisiete GEM que continuaron activas en la BMV desde 1990 hasta 2010.

Un hallazgo de la investigación fue que la inversión se financió endógenamente por los flujos de efectivo, particularmente de deuda. Aumentó el tipo de deuda en moneda extranjera ya que resulta más barato el crédito fuera del país, aunado a que a lo largo del periodo, el plazo del endeudamiento fue mayoritariamente de corto plazo. Con la crisis que inició en 2008, se ha modificado la estructura de deuda, particularmente hacia la moneda nacional y de corto plazo.

En cuanto al tamaño de las empresas, la mayoría de la muestra creció entre 35 y 40 por ciento. Las firmas más grandes de la muestra se significaron por ser las únicas capaces de

enfrentar las etapas de crisis con mayor facilidad, debido a las capacidades adquiridas en el ISI.

Las GEM se enfocan al mercado interno, es su base para expandirse al exterior, ya sea mediante inversiones directas, FyAd o exportaciones. Algunas de ellas son empresas globales, pero la mayoría de la muestra ha crecido en el ámbito regional como parte de la tendencia de internacionalización que emprendieron en los noventa.

Una generalidad de las GEM es que el costo del financiamiento rebasó el flujo de efectivo. Este resultado revela que el financiamiento externo fue utilizado para realizar nuevas inversiones y también para cubrir obligaciones adquiridas. La mayoría de las empresas constantemente refinancian sus plazos y modifican su estructura de deuda en moneda nacional o extranjera, es decir, son altamente especulativas.

Otro hallazgo a la luz del análisis de los flujos de efectivo fue que los fondos internos los utilizan para pagar dividendos, por lo que a pesar de las crisis varias empresas los siguen pagando. Esto último difiere de lo que ocurría en la década de los setenta (Quijano 1985), cuando las firmas mexicanas empleaban mayormente fondos internos para realizar su inversión. Esta situación se modificó al orientarse hacia el predominio del uso de las fuentes externas.

Las GEM a partir de la década de los ochenta diversificaron sus alternativas de financiamiento externo, como ya se mencionó, predominando la deuda. El crédito bancario interno disminuyó en la década de los noventa, pero estas empresas continuaron obteniendo ese financiamiento y a la vez incrementaron la utilización de fuentes de financiamiento fuera del país. La deuda bursátil es menor, pero dado la falta de información disponible de las transacciones de las empresas en el mercado bursátil y extrabursátil en los mercados internacionales, no es posible determinar qué empresas los utilizan y el volumen de las mismas. En México el mercado bursátil es poco eficiente y desarrollado, como lo sostienen estudios en esta línea, lo que también se confirmó a través de los resultados de esta investigación; es posible afirmar que la participación de las empresas en la bolsa en México

ha disminuido como medio de financiamiento, debido a la falta de madurez de este mercado.

Un factor relevante que se interrelaciona con el proceso anterior, es el hecho de que estas empresas iniciaron una etapa de crecimiento y expansión a través de la IED, como otra forma de financiar su crecimiento. Este proceso de internacionalización las convirtió en multinacionales de tamaño medio. Desafortunadamente se carece de información para determinar qué porcentaje proviene de ingresos por exportaciones o de las unidades establecidas en otros países.

Otro resultado de investigación en el desempeño de las GEM es que a pesar de las crisis enfrentadas, las empresas realizaron inversiones en activo fijo en el periodo analizado. Ello las expone a una fragilidad por su apertura hacia el exterior, algunas presentan actualmente problemas de liquidez.

Para lograr su expansión, las GEM recurrieron al financiamiento externo: presentaron una composición de deuda en moneda nacional y extranjera con diferentes tasas de interés, modificaron su composición y sus plazos de acuerdo con las condiciones económicas. Esto es, que se mueven en diferentes ciclos según el mercado en el que contratan (interno o externo). La variable de otros financiamientos es un elemento que está presente, pero no es posible determinar su origen a partir de las hojas de balance. Sin embargo, por los *Informes Anuales* se presumiría que esta fuente proviene básicamente de las empresas que forman el grupo.

A partir de la información cuantitativa de las hojas de balance se hizo un acercamiento a la posición financiera de las empresas que debe analizarse a la luz de los ejercicios en conjunto, y recurrir en especial a la información cualitativa de los *Informes Anuales* de las empresas para complementarlo, sobre todo porque el financiamiento está en función de la confianza y la certidumbre de que la empresa puede cubrir sus obligaciones: pagar y mantenerse en el sistema para impedir que se rompa el ciclo. Estos acuerdos institucionales entre las firmas y las instituciones financieras se ejercen a través de instrumentos

económicos que permiten atenuar los efectos de la inestabilidad financiera inherente de las economías monetarias. El punto central es lograr la continuidad del flujo de liquidez para que las empresas no incumplan sus términos de pago.

Se demostró que las GEM son predominantemente especulativas, con base al análisis de los doce estudios de caso. Estas empresas tienen una tendencia a transitar de conservadoras a especulativas, y de esta posición financiera pueden pasar a Ponzi. Una empresa Ponzi es difícil que revierta su posición hacia especulativa, pero hay excepciones. Lo anterior pudo comprobarse a partir de los resultados presentados, en los que se observa que no llegan al colapso del sistema como lo plantea Minsky, debido al aprendizaje que han adquirido las GEM a lo largo de su evolución lo que se refleja en su estrategia de gestión financiera, y en menor medida por la intervención del Estado a través de diferentes mecanismos compensatorios, particularmente fiscales.

Los sectores económicos menos afectados por la crisis de 2008 fueron los de alimentos y comercio, minerales no metálicos y bebidas, ya que producen bienes de consumo masivo y se ubican en industrias maduras. Con esta crisis presentan conflictos para mantener la liquidez, pero su magnitud está determinada por su tamaño y su posición en el mercado y sector.

La devaluación de 1995 favoreció a las empresas del sector siderúrgico en términos de intercambio y por el tipo de bienes que producen, los cuales son de consumo masivo, ubicándose en industrias maduras y oligopólicas.

Al contrario, el sector de papel, celulosa y otros, enfrentaron grandes dificultades para continuar operaciones. La apertura y el consecuente incremento de competidores al mercado interno, aunado a la tendencia estacional de sus productos, provocaron problemas en sus ingresos que las llevaron a posiciones más frágiles que al inicio del periodo.

En el sector de la agricultura, química y textil, las empresas analizadas estuvieron expuestas a menos presiones para enfrentar la liberalización financiera, pero no dejaron de invertir en investigación y desarrollo.

Los resultados demuestran que si las GEM presentan problemas financieros es muy probable que no puedan continuar en la BMV, pero ello no implica su salida del mercado. Por ejemplo, en el sector de maquinaria, transporte y vehículos, las firmas enfrentaron la entrada de nuevos competidores. Su sobrevivencia dependió de su estrategia organizacional y de financiamiento. *San Luis Corporativo* ha tenido que desinvertir en plantas que tenía en el exterior para hacer frente a la crisis.

Al respecto, varias de las empresas analizadas que presentaron problemas financieros en el periodo bajo estudio y salieron del mercado bursátil mexicano, actualmente dos décadas después regresaron a este mercado, sin embargo en la información que aparece en la página de la bolsa no registran esos hechos o causas por las que salieron de la BMV, lo cual representa una desventaja para algunos inversionistas nuevos y con menor experiencia en este tipo de mercados. Esto es parte del modo de gobierno corporativo de las GEM, el participar en el mercado bursátil representa que la firma es sólida financieramente con expectativas de rentabilidad y crecimiento altas, lo que le resulta muy atractivo ante nuevos inversionistas y para continuar su estrategia de gestión financiera de una empresa especulativa en términos de Minsky.

Un rasgo común de las GEM es el alto volumen de obligaciones de corto plazo, lo que coincide con otros estudios realizados para países en desarrollo, obligándolas a refinanciar su posición cada vez que vence una deuda. Es decir, colocan una deuda para pagar deuda, sobre la base de una valoración de su situación para contraer compromiso a partir de sus capacidades de pago y habilidad para manejar su flujo de efectivo producto de sus activos.

Los resultados en conjunto demuestran que la composición del financiamiento de las GEM mexicanas a partir de la década de los noventa expresa generalidades con un componente dominante de posiciones especulativas que no llegan a una crisis sistémica debido a la

articulación entre los cinco factores que determinan el comportamiento económico financiero de las mismas.

CUADROS ANEXOS

Cuadro Anexo 3.1
Empresas Canceladas en la BMV
1990-2010

Empresa	Sector económico	Situación actual
Apasco	Minerales no Metálicos	Subsidiaria del Grupo suizo Holcim (actualmente Holcim Apasco). Este grupo adquirió el 93.4% de las acciones.
Dina	Vehículos y Piezas	No cotiza en la BMV desde marzo de 2001.
Dixon	Otros	No cotiza en la BMV desde diciembre de 2006.
Hylsamex	Siderurgia y Metalurgia	No cotiza en la BMV desde septiembre de 2005. Fue adquirida por el GrupoTechnit.
Jugos del valle	Alimentos y Bebidas	No cotiza en la BMV desde septiembre de 2007. Fue vendida a Coca Cola Femsa y Coca Cola Company
Parras	Agro, Química y Textil	No cotiza en la BMV desde noviembre de 2008.
Ponderosa	Papel y Celulosa	No cotiza en la BMV desde septiembre de 2005.
Qtel	Transporte Servicios	No cotiza en la BMV desde septiembre de 2003.
Regio Empresas	Química	No cotiza en la BMV desde marzo de 2004.
Savia	Agro y Pesca	No cotiza en la BMV desde diciembre de 2004. Actualmente tiene dos subsidiarias Bionova y Desarrollo Inmobiliaria Omega.
Synkro	Textil	No cotiza en la BMV desde junio de 2005
Tamsa	Siderurgia y Metalurgia	No cotiza en la BMV desde septiembre de 2005. Fue adquirida por el GrupoTechnit.

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros reportados a la BMV (2011) e *Informes Anuales* de las empresas (varios años).

Cuadro Anexo 3.2
Muestra de Grandes Empresas Manufactureras
1990-2010

Sector Económico	Empresa
Agricultura, química y textil	QB industrias
	Parras
Alimentos, bebidas y comercio	Bimbo
	Coca-Cola Femsa
	Gembunidas
	GModelo
	Gruma
	Grupo Continental
	Herdez
	Macma
	Maseca
Nutrisa	
Maquinaria, transporte y vehículos	San Luis Corporativo
	Iasa
Minerales no metálicos	Cementos Chihuahua
	Cemex
	CMoctezuma
	Gind. Saltillo
	Vitro
Papel, celulosa y otros	Bio-Pappel*
	Kimberly
	Qumma
Siderurgia y metalurgia	Ahmsa
	Alfa
	Ichb
	Simec
	Vasconia**

Nota: Esta empresa sigue incluida en la muestra por ser tan reciente su salida de la BMV.

*Antes Grupo Durango. **Antes Ecko.

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros reportados a la BMV (2011) e *Informes Anuales* de las empresas (varios años).

Cuadro Anexo 3.3
Participación de la Muestra de GEM en la Industria Manufacturera a/

División	Empresa	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007		
Agricultura, química y textil	QB industrias	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
	Parras	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Alimentos, bebidas y comercio	Bimbo	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	Grupo Continental	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	Gembunidas	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	GModelo	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
	Gruma	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	Herdez	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	Kof	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
	Macma	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	Maseca	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Nutrisa	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
Maquinaria, transporte y vehículos	San Luis Corporativo	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
	Iasa	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
Minerales no metálicos	Cementos Chihuahua	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.01	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	
	Cemex	0.05	0.05	0.08	0.07	0.16	0.15	0.12	0.12	0.10	0.10	0.11	0.12	0.13	0.11	0.10	0.16	0.16	0.16	0.24	
	CMoctezuma	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
	Gind. Saltillo	0.01	0.01	0.00	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	
	Vitro	0.06	0.05	0.05	0.05	0.09	0.07	0.04	0.04	0.03	0.03	0.03	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.01	0.01	
Papel, celulosa y otros	Grupo Durango	0.01	0.01	0.01	0.01	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01	0.00	
	Kimberly	0.01	0.01	0.01	0.01	0.03	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.01	0.01	
	Qumma	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
Siderurgia y metalurgia	Ahmsa	0.00	0.02	0.02	0.02	0.05	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01		
	Alfa	0.03	0.04	0.04	0.04	0.08	0.05	0.05	0.04	0.05	0.06	0.05	0.06	0.06	0.04	0.03	0.02	0.02	0.02		
	Ecko	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
	Simec	0.00	0.00	0.00	0.01	0.01	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
	Ichb	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.01	0.00	0.00	0.01	0.00	0.01		
	Total	0.17	0.19	0.22	0.21	0.47	0.37	0.30	0.28	0.26	0.27	0.28	0.31	0.32	0.26	0.23	0.29	0.26	0.33		

a/ Porcentajes

Fuente: Elaboración propia con base en las cuentas nacionales de Inegi y los estados financieros reportados a la BMV (2011).

Cuadro Anexo 3.4
Inversión Neta

Empresa	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Total		Promedio
																						a/	b/	1990-2010
Ahmsa	Nd	3.22	2.74	2.91	6.42	5.11	5.98	6.71	6.28	6.43	6.52	6.43	6.05	5.48	5.38	5.27	5.49	6.36	5.30	5.84	6.33	100	43,747	2,083
Alfa	2.93	3.39	3.56	3.69	5.81	4.53	5.24	6.16	6.72	7.23	7.62	7.28	4.1	4.11	4.14	3.98	5.45	7.11	5.37	5.61	5.65	100	67,174	3,199
Bimbo	2.08	2.81	3.44	3.83	4.84	3.62	4.26	4.67	4.84	5.15	5.36	5.95	6	5.51	5.92	6.88	7.64	8.54	6.32	8.24	8.10	100	26,933	1,283
Bio-Poppel*	2.25	2.14	2.2	4.14	4.39	3.78	4.22	5.12	5.32	5.33	9.48	9.97	6.5	5.86	5.74	5.94	5.91	6.17	5.53	0.00	0.00	100	16,599	790
Cementos Chihuahua	1.15	1.25	1.41	1.83	3.67	2.97	3.45	3.77	3.69	3.94	4.17	6.39	6.1	5.78	5.98	7.5	10.26	12.86	10.47	10.50	9.48	100	10,537	502
Cemex	1.36	1.49	2.42	2.62	3.54	2.87	3.06	3.64	3.16	3.75	5.01	5.19	5.5	5.35	5.09	9.3	10.27	13.77	9.26	9.33	8.81	100	195,758	9,322
CMoctezuma	1.08	1.09	1.2	1.25	1.1	1.77	3.17	3.57	3.93	4.94	5.31	5.92	6.1	7.41	9.05	10.71	10.81	10.86	7.37	9.11	10.27	100	5,403	257
Coca-Cola Femsa	Nd	Nd	12.67	1.4	3.51	2.43	2.92	3.52	3.43	3.69	3.36	3.49	3.37	8.69	9.06	8.72	9.5	9.85	8.21	9.57	10.01	100	21,851	1,041
Gembunidas	1.42	1.71	2.35	2.88	2.51	2.39	2.55	3.03	3.16	4	4.49	5.54	5.49	5.38	9.06	9.91	11.17	11.36	7.89	8.17	8.56	100	3,563	170
Gind. Saltillo	2.17	2.85	3.52	4.37	5.33	3.56	3.83	4.4	4.96	5.14	5.65	6.03	6.39	6.74	7.52	7.36	6.66	6.79	4.96	4.30	3.95	100	7,715	367
GModelo	Nd	Nd	3.02	3.27	3.52	2.59	3.17	3.81	4.23	5.27	6.11	7.14	6.87	6.78	7.63	8.52	8.96	9.38	6.77	7.45	7.75	100	55,321	2,634
Gruma	1.25	1.79	2.41	3.05	5.19	3.58	3.78	4.77	4.78	6.28	6.9	7.1	6.78	5.98	5.93	6.92	7.17	7.98	7.03	7.09	6.60	100	19,857	946
Grupo Continental	3.66	4.62	5.45	5.82	6.51	4.1	4.42	4.87	4.64	5.45	6.26	4.9	4.9	5.03	5.25	5.64	5.88	6.3	4.59	4.63	4.92	100	7,497	357
Herdez	2.08	1.98	2.43	2.82	3.15	2.35	2.79	4.69	4.98	6	7.41	8.08	7.42	7.16	6.99	8.4	8.13	7.38	4.16	4.97	5.32	100	2,332	111
Iasa	Nd	3.73	4.34	6.54	5.29	5.06	6.39	5.85	5.56	6.36	6.62	6.94	6.31	5.62	5.23	5.33	5	4.95	3.55	3.75	3.88	100	1,520	72
Ichb	0.73	0.63	0.66	0.71	1.39	0.99	1.46	1.67	1.67	2.45	2.66	8.5	8.13	7.97	9.87	11.59	11.95	12.53	9.87	9.75	10.09	100	8,349	398
Kimberly	2.19	2.6	3.33	3.96	5.15	4.05	5.57	5.46	5.47	6.02	6.43	7.16	6.86	6.69	6.71	5.35	5.46	5.81	4.17	4.37	4.52	100	23,047	1,097
Macma	Nd	Nd	Nd	8.74	6.63	7.18	9.16	10.05	8.41	5.43	5.62	5.92	5.37	4.97	5	4.95	4.33	4.22	2.68	2.68	2.68	100	298	14
Maseca	2.12	2.62	3.47	4.28	5.76	4.34	5.24	5.89	5.77	6.29	6.37	6.56	5.83	5.28	5.2	6.18	6.31	6.41	4.40	4.61	4.65	100	6,662	317
Nutrisa	Nd	Nd	Nd	5.14	3.73	4.71	4.62	5.02	4.85	5.78	6.66	7.42	6.51	6.34	7.04	7.15	8.14	8.35	4.90	11.43	17.96	100	61	3
Parras**	1.53	1.41	1.54	1.98	4.41	4.54	4.79	7.21	7.02	11.5	10.57	10.42	9.47	8.93	8.99	5.93	0.23	0.02	0.00	0.00	0.00	100	2,656	126
QB Industrias	2.39	1.96	1.9	1.81	1.35	1.06	1.28	1.4	1.46	1.64	12.68	11.88	10.33	8.66	8.68	9	8.08	7.59	5.83	6.48	9.72	100	309	15
Qumma	Nd	Nd	3.99	5.86	7.51	5.05	5.22	5.93	5.59	6.37	7.4	7.48	6.16	6.03	5.58	5.55	5.41	5.46	3.89	4.18	4.37	100	1,053	50
San Luis Corporativo	2.14	2.44	2.84	3.37	5.04	3.46	4.49	6.63	7.65	7.93	8.28	8.86	5.66	5.57	5.86	5.78	5.69	4.18	4.09	4.47	4.72	100	7,097	338
Simec	Nd	Nd	3.58	4.84	6.97	4.88	4.94	5.01	4.73	4.77	4.73	4.81	4.82	4.81	6.35	8.07	8.02	8.47	7.42	7.50	7.51	100	9,179	437
Vasconia***	4.16	6.11	7.25	8.11	9.14	4.66	4.32	2.99	3.35	3.81	4.54	5.07	4.64	4.4	5.25	5.37	5.1	5.73	6.02	0.00	0.00	100	380	18
Vitro	4.62	5.35	6.4	6.69	7.48	4.49	5.45	5.92	5.8	6.09	6.09	5.34	4.78	4.56	3.99	4.09	3.83	4.41	3.23	2.99	2.70	100	35,439	1,688

Nc: No cotiza. Nd: No disponible.

*Antes Grupo Durango. **No cotiza desde noviembre de 2008. ***Antes Ecko.

a/ Porcentajes. b/ Millones de dólares.

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros reportados a la BMV (2011).

Cuadro Anexo 3.5

Activos

Empresa	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Total		Promedio		Variación	
																						a/	b/	1990-2010	2008/1994	2010/1994	
Ahmsa	0.00	2.99	2.59	3.02	5.28	4.12	4.93	5.57	5.49	5.36	5.45	5.36	4.85	4.41	4.91	5.26	5.70	6.15	5.78	6.06	6.71	100	66,013	3,301	1.09	1.27	
Alfa	2.17	2.69	3.04	2.96	4.16	3.23	3.85	4.51	4.84	5.31	5.68	5.46	5.31	5.36	6.06	4.45	5.14	6.80	5.99	6.18	6.79	100	133,855	6,374	1.44	1.63	
Bimbo	1.24	1.62	1.97	2.25	2.76	2.06	2.57	2.89	3.23	3.95	4.21	4.14	5.37	4.77	5.06	5.89	6.59	6.97	7.12	12.45	12.89	100	59,446	2,831	2.58	4.67	
Bio-Pappel*	1.96	1.89	1.91	3.54	4.37	3.20	3.78	4.47	4.67	4.88	8.44	8.48	6.49	5.46	5.34	5.37	5.39	5.52	5.52	4.43	4.90	100	23,541	1,239	1.26	1.12	
Cementos Chihuahua	0.84	0.95	1.55	1.77	2.48	1.90	2.24	2.45	2.53	2.87	3.09	4.86	4.94	4.91	4.78	5.84	8.80	10.15	10.58	11.27	11.19	100	17,843	850	4.26	4.51	
Cemex	0.85	0.95	1.86	2.03	2.83	2.09	2.27	2.68	2.31	2.75	3.71	4.15	4.21	4.00	3.98	6.91	7.73	12.27	11.13	11.00	10.30	100	404,990	19,285	3.93	3.64	
CMoctezuma	0.68	0.75	0.89	0.99	1.23	1.37	1.83	2.09	2.44	3.33	4.25	5.41	5.99	6.45	7.35	8.93	9.02	10.69	7.87	8.77	9.67	100	9,112	434	6.41	7.87	
Coca-Cola Femsa	0.00	0.00	4.75	0.63	1.29	0.93	1.24	1.48	1.45	1.61	1.59	2.07	2.24	7.92	8.48	9.01	10.06	11.21	9.94	11.89	12.23	100	71,255	3,750	7.68	9.45	
Gembunidas	1.19	1.46	2.15	3.47	2.49	2.05	2.75	3.22	2.54	3.27	3.58	4.19	4.21	4.15	7.23	7.96	9.63	9.80	7.68	8.26	8.71	100	5,809	277	3.08	3.50	
Gind. Saltillo	2.21	2.72	2.96	3.38	4.02	2.78	3.11	3.48	3.73	4.21	4.97	5.41	5.73	5.97	6.77	7.29	7.76	6.33	5.69	5.34	6.12	100	16,095	766	1.42	1.52	
GModelo	0.00	0.00	2.35	2.57	2.98	2.01	2.49	3.07	3.12	3.99	4.58	5.48	5.62	6.38	7.31	8.13	8.85	7.40	8.70	9.61	100	103,257	5,435	2.48	3.23		
Gruma	1.12	1.62	2.25	2.81	4.03	2.62	3.29	4.13	3.85	5.11	5.19	5.39	5.29	4.76	5.12	6.01	6.73	7.39	7.64	8.00	7.63	100	42,039	2,002	1.90	1.89	
Grupo Continental	2.55	3.21	3.65	4.16	4.58	2.79	3.17	3.57	3.71	4.58	5.55	5.78	5.75	5.83	6.09	5.69	5.87	6.54	5.20	5.82	5.92	100	14,724	701	1.13	1.29	
Herdez	1.88	2.16	3.02	3.27	3.47	2.31	2.85	3.85	4.01	5.04	5.62	6.10	6.16	5.86	5.73	6.07	6.11	6.15	5.75	6.67	7.92	100	6,892	328	1.65	2.28	
Iasa	0.00	5.35	5.58	7.08	5.28	5.27	6.28	6.10	5.52	6.01	5.70	5.88	5.17	4.63	4.20	4.31	4.15	3.96	3.07	3.17	3.28	100	1,859	93	0.58	0.62	
Ichb	0.32	0.27	0.28	0.49	0.70	0.47	0.87	1.28	1.42	2.17	2.54	4.55	4.59	4.55	6.02	8.92	9.99	12.77	12.71	12.15	12.94	100	20,382	971	18.16	18.50	
Kimberly	2.04	2.29	3.03	3.52	4.40	3.61	4.74	4.85	4.61	5.38	5.61	6.24	5.73	5.59	5.86	6.07	5.36	5.54	4.53	5.37	5.64	100	38,703	1,843	1.03	1.28	
Macma	0.00	0.00	0.00	6.74	6.31	6.08	7.95	7.89	7.05	6.22	6.04	6.03	5.44	4.57	4.38	4.59	4.51	4.58	3.54	3.87	4.21	100	594	33	0.56	0.67	
Maseca	1.95	2.54	3.38	4.25	5.14	3.14	4.18	4.66	4.73	4.90	5.35	5.29	5.12	4.80	5.07	6.06	6.28	6.15	5.03	5.72	6.27	100	13,211	629	0.98	1.22	
Nutrisa	0.00	0.00	0.00	2.31	2.33	2.21	2.62	2.90	2.85	3.95	4.96	5.48	5.46	5.15	5.66	5.86	7.25	8.89	7.51	10.84	13.76	100	240	13	3.23	5.92	
Parras**	1.65	1.75	1.97	2.75	3.91	4.37	5.08	6.26	6.70	10.10	9.49	9.38	8.27	7.76	7.75	5.55	2.58	2.48	2.20	Nc	Nc	100	4,810	253	0.56	NC	
QB Industrias	1.27	1.25	1.23	1.29	0.85	0.61	0.90	0.98	1.00	2.45	11.67	10.65	9.43	8.42	6.89	6.83	7.21	6.80	5.86	7.01	7.39	100	785	37	6.88	8.67	
Qumma	0.00	0.00	3.74	6.13	8.49	6.41	6.10	6.45	5.61	5.65	5.53	5.69	4.56	4.75	4.07	4.26	4.70	4.75	4.18	4.13	4.81	100	1,891	100	0.49	0.57	
San Luis Corporativo	2.12	2.27	0.00	0.00	4.28	3.30	4.75	5.88	6.69	6.96	7.52	7.69	5.85	5.58	5.95	5.99	5.79	5.17	4.37	4.68	5.18	100	11,678	615	1.02	1.21	
Simec	0.00	0.00	2.18	2.90	4.21	2.73	2.84	2.95	2.72	2.84	2.66	2.69	2.69	2.84	4.26	7.24	8.55	11.12	11.84	10.93	11.81	100	18,821	991	2.81	2.81	
Vasconia***	2.32	3.81	5.60	5.62	5.83	3.28	3.35	3.12	2.92	3.44	3.63	3.79	3.63	3.81	4.39	4.78	4.95	8.45	8.46	6.90	7.91	100	926	49	1.45	1.36	
Vitro	5.25	5.84	7.16	7.51	8.50	5.72	4.45	4.62	4.18	4.45	4.51	4.73	4.00	3.73	3.74	3.87	3.48	4.01	3.51	3.40	3.36	100	73,574	3,504	0.41	0.39	

Nc: No cotiza.

*Antes Grupo Durango. **No cotiza desde noviembre de 2008. ***Antes Ecko.

a/ Porcentajes. b/ Millones de dólares.

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros reportados a la BMV (2011).

Cuadro Anexo 3.6
Ranking de Activos durante las Crisis a/

No.	1990		1995		2001		2008		
	Empresa	Activos	Empresa	Activos	Empresa	Activos	Empresa	Activos	No.
1	Vitro	3.862	Cemex	8.465	Cemex	16.812	Cemex	49.288	2
2	Cemex	3.436	Alfa	4.319	Alfa	7.311	Alfa	9.460	3
3	Alfa	2.909	Vitro	4.208	GModelo	5.664	GModelo	9.180	21
4	Kimberly	788	Ahmsa	2.719	Ahmsa	3.536	Coca-Cola Femsa	7.978	23
5	Bimbo	740	GModelo	2.078	Vitro	3.482	Bimbo	4.785	5
6	Bio-Pappel*	508	Kimberly	1.397	Bimbo	2.461	Ahmsa	4.579	20
7	Gruma	471	Bimbo	1.223	Kimberly	2.413	Gruma	3.630	7
8	Grupo Continental	375	Gruma	1.103	Gruma	2.265	Ichb	3.337	16
9	Gind. Saltillo	356	Bio-Pappel*	831.000	Bio-Pappel*	2.202	Vitro	2.971	1
10	Maseca	258	Coca-Cola Femsa	663.000	Coca-Cola Femsa	1.476	Simec	2.805	27
11	San Luis Corporativo	248	Simec	513.000	Ichb	927	Kimberly	2.224	4
12	Cementos Chihuahua	150	Gind. Saltillo	447.000	San Luis Corporativo	898.000	Cementos Chihuahua	1.993	12
13	Herdez	130	Maseca	414.000	Gind. Saltillo	871	Bio-Pappel*	1.409	6
14	Parras**	79	Grupo Continental	411.000	Cementos Chihuahua	867.000	Gind. Saltillo	1.091	9
15	Gembunidas	69	San Luis Corporativo	385.000	Grupo Continental	851	CMoctezuma	1.003	17
16	Ichb	65	Cementos Chihuahua	339.000	Maseca	698.000	Maseca	923.000	10
17	CMoctezuma	62	Parras**	210.000	Simec	506	Grupo Continental	913.000	8
18	Vasconia***	25	Herdez	159.000	CMoctezuma	493.000	San Luis Corporativo	569.000	11
19	QB Industrias	10	CMoctezuma	125.000	Parras**	451	Gembunidas	568.000	15
20	Ahmsa	Nd	Qumma	121.000	Herdez	421.000	Herdez	473.000	13
21	GModelo	Nd	Gembunidas	119.000	Gembunidas	243	Parras**	106.000	14
22	Iasa	Nd	Iasa	98.000	Iasa	109.000	Qumma	89.000	26
23	Coca-Cola Femsa	Nd	Ichb	97.000	Qumma	107	Vasconia***	82.000	18
24	Macma	Nd	Macma	36.000	QB Industrias	84.000	Iasa	73.000	22
25	Nutrisa	Nd	Vasconia***	36.000	Vasconia***	41	QB Industrias	53.000	19
26	Qumma	Nd	Nutrisa	5.000	Macma	36.000	Macma	27.000	24
27	Simec	Nd	QB Industrias	5	Nutrisa	13	Nutrisa	21	25

Nd: No disponible.

*Antes Grupo Durango. **No cotiza desde noviembre de 2008. ***Antes Ecko.

a/ Millones de dólares.

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros reportados a la BMV (2011).

Cuadro Anexo 3.7
Ventas

Empresa																					Total		Promedio	Variación	
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	a/	b/		1990-2010
Almsa	Nd	3.08	2.55	2.70	3.39	3.33	4.64	4.90	4.28	4.12	4.28	3.70	3.50	3.68	5.99	6.98	7.33	8.20	8.43	6.58	8.32	100	30,601	1,530	2.49
Alfa	2.13	2.32	2.37	2.45	2.55	2.68	3.37	3.84	3.48	4.03	4.48	4.63	3.53	3.96	5.02	6.20	6.74	9.31	7.99	8.42	10.51	100	105,129	5,006	3.13
Bimbo	1.28	1.54	1.81	2.06	2.22	1.67	2.41	2.88	3.09	3.71	4.02	4.54	5.19	5.21	5.72	6.65	7.47	8.31	7.46	11.17	11.61	100	79,735	3,797	3.36
Bio-Pappel*	0.94	0.87	1.06	1.27	2.71	2.50	3.07	3.58	4.13	4.62	9.67	8.95	6.22	4.97	5.72	6.29	7.27	7.61	6.68	6.46	5.41	100	12,184	580	2.46
Cementos Chihuahua	1.02	1.26	1.43	1.37	1.68	1.43	2.06	2.53	2.87	3.53	4.18	5.74	4.99	4.59	5.13	6.41	9.79	11.24	9.42	10.17	9.17	100	6,890	328	5.62
Cemex	0.78	1.03	1.33	1.79	1.84	1.56	1.87	2.41	2.32	2.73	3.22	4.31	4.21	4.35	4.54	9.64	11.46	13.04	9.81	9.10	8.68	100	166,331	7,921	5.35
CMoctezuma	0.62	0.92	1.03	1.18	0.66	0.57	0.93	1.45	2.03	2.88	4.29	4.97	5.31	5.51	6.56	8.44	10.18	11.83	9.62	10.34	10.67	100	5,021	239	14.64
Coca-Cola Femsa	Nd	Nd	3.52	1.01	1.47	1.21	1.53	1.92	2.02	2.41	2.78	2.85	2.87	5.31	6.83	8.03	9.40	10.44	9.87	12.94	13.60	100	60,759	3,198	6.73
Gembunidas	1.18	1.65	2.05	2.55	1.81	1.77	1.99	2.14	2.29	2.94	3.43	4.27	4.54	4.68	6.56	8.71	9.34	10.38	8.20	9.52	9.99	100	6,805	324	4.54
Gind. Saltillo	2.50	2.73	2.84	3.07	3.48	2.67	3.59	4.19	4.61	5.50	6.06	5.89	5.45	4.99	6.24	6.69	6.24	6.45	5.69	4.82	6.27	100	12,525	596	1.64
GModelo	Nd	Nd	2.35	2.44	2.70	1.88	2.22	2.85	3.10	3.83	4.55	5.22	5.33	5.34	5.96	6.91	7.80	9.91	8.08	9.30	10.22	100	67,387	3,547	2.99
Gruma	1.62	1.74	2.27	2.57	2.86	2.47	3.52	3.39	3.20	3.95	4.51	4.83	4.75	4.86	5.26	6.21	7.07	8.09	7.98	9.53	9.31	100	40,562	1,932	2.79
Grupo Continental	2.08	2.61	2.96	3.72	3.62	2.47	2.94	3.57	3.93	4.88	5.79	6.24	5.81	5.44	5.49	6.13	6.51	6.91	5.69	6.36	6.85	100	16,294	776	1.57
Herdez	2.46	2.62	3.26	3.49	3.49	2.32	2.90	3.59	3.82	4.46	4.79	5.03	5.20	5.32	5.73	6.29	6.64	7.09	6.15	7.43	7.92	100	8,524	406	1.76
Iasa	Nd	11.97	12.30	9.90	6.01	3.56	6.16	8.27	7.43	9.09	6.58	5.82	3.89	1.62	1.49	1.33	1.58	1.39	0.93	0.40	0.27	100	752	38	0.15
Ichb	0.26	0.14	0.13	0.18	0.33	0.36	0.57	0.96	0.97	1.01	1.04	1.93	2.12	2.61	4.65	9.44	15.16	15.83	17.84	10.67	13.80	100	15,904	757	54.18
Kimberly	2.57	2.77	2.97	3.45	3.69	3.00	3.85	4.23	4.14	4.84	5.52	5.68	5.18	5.06	5.90	5.58	6.17	6.54	5.53	6.28	7.05	100	30,105	1,434	1.50
Macma	Nd	Nd	Nd	9.28	5.81	5.60	8.30	8.85	7.85	5.52	4.79	5.14	4.64	4.29	4.24	3.67	4.78	5.18	3.94	3.94	4.20	100	381	21	0.68
Maseca	2.78	2.92	3.74	5.10	5.01	3.66	6.45	4.66	4.22	4.24	4.11	4.21	3.80	3.81	4.27	5.05	5.62	6.80	5.44	6.52	7.56	100	12,149	579	1.09
Nutrisa	Nd	Nd	Nd	2.26	1.54	1.45	1.82	2.16	2.34	3.01	3.79	4.88	5.36	5.79	6.29	7.36	8.53	9.45	8.63	11.32	14.00	100	521	29	5.60
Parras**	2.26	2.26	2.72	3.23	2.56	5.17	4.83	6.73	6.85	7.81	8.24	8.64	8.51	7.42	8.53	6.41	4.47	3.45	0.08	Nc	Nc	100	2,705	142	-0.03
QB Industrias	2.02	1.63	1.41	1.17	0.77	0.86	1.64	1.73	1.23	1.27	11.02	9.06	7.73	6.67	6.50	7.98	7.08	7.04	6.71	7.32	9.15	100	492	23	8.67
Qumma	Nd	Nd	5.06	9.17	12.42	6.96	6.18	6.23	5.15	5.80	4.62	6.46	4.28	3.27	2.82	3.26	3.22	3.95	3.06	4.04	4.04	100	817	43	0.25
San Luis Corporativo	1.39	1.42	1.65	1.83	1.97	2.16	3.01	3.41	4.57	5.92	6.44	6.22	5.07	5.69	7.21	7.69	7.58	8.78	6.03	5.01	6.95	100	8,348	398	3.05
Simec	Nd	Nd	1.45	1.36	1.49	1.46	1.74	1.86	1.54	1.53	1.56	1.41	1.39	1.68	3.45	8.21	14.21	14.97	17.24	9.98	13.47	100	14,753	776	11.58
Vasconia***	1.42	3.56	5.25	4.58	3.88	2.05	2.90	2.83	2.84	3.02	3.17	3.41	3.23	3.89	4.68	4.95	5.63	9.57	11.07	9.96	8.13	100	984	47	2.85
Vitro	4.94	5.46	6.19	6.59	7.82	3.33	4.05	4.78	4.56	5.04	5.37	4.73	4.44	4.16	3.90	4.29	4.65	4.91	3.93	3.44	3.43	100	53,394	2,543	0.50

Nc: No cotiza. Nd: No disponible.

*Antes Grupo Durango. **No cotiza desde noviembre de 2008. ***Antes Ecco.

a/ Porcentajes. b/ Millones de dólares.

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros reportados a la BMV (2011).

Cuadro Anexo 3.8
Ranking de Ventas durante la Crisis a/

No.	1990		1995		2001		2008		No.
	Empresa	Ventas	Empresa	Ventas	Empresa	Ventas	Empresa	Ventas	
1	Vitro	2.636	Alfa	2.816	Cemex	7.172	Cemex	22.491	3
2	Alfa	2.236	Cemex	2.593	Alfa	4.866	Alfa	10.596	2
3	Cemex	1.304	Vitro	1.779	Bimbo	3.619	Bimbo	7.142	4
4	Bimbo	1.023	Bimbo	1.329	GModelo	3.519	Coca-Cola Femsa	6.794	23
5	Kimberly	775	GModelo	1.264	Vitro	2.526	GModelo	6.72	21
6	Gruma	659.000	Ahmsa	1.018	Gruma	1.957	Gruma	3.645	6
7	Grupo Continental	339	Gruma	1.002	Coca-Cola Femsa	1.731	Ichb	3.414	6
8	Maseca	338.000	Kimberly	903.000	Kimberly	1.709	Ahmsa	3.125	20
9	Gind. Saltillo	313	Coca-Cola Femsa	738	Ahmsa	1.133	Simec	3.041	27
10	Herdez	210.000	Maseca	445.000	Bio-Pappel*	1.09	Vitro	2.646	1
11	San Luis Corporativo	116	Grupo Continental	403	Grupo Continental	1.017	Kimberly	2.033	5
12	Bio-Pappel*	115.000	Gind. Saltillo	335.000	Gind. Saltillo	738	Grupo Continental	1.156	7
13	Gembunidas	80	Bio-Pappel*	304	San Luis Corporativo	519	Gind. Saltillo	912	9
14	Cementos Chihuahua	70.000	Simec	216.000	Maseca	512	Maseca	817	8
15	Parras**	61	Herdez	198	Herdez	428	Bio-Pappel*	814	12
16	Ichb	42.000	San Luis Corporativo	180.000	Cementos Chihuahua	395	Cementos Chihuahua	773	14
17	CMoctezuma	31	Parras**	140	Ichb	307	Gembunidas	701	13
18	Vasconia***	14.000	Gembunidas	120.000	Gembunidas	291	San Luis Corporativo	658	11
19	QB Industrias	10	Cementos Chihuahua	99	CMoctezuma	250	Herdez	633	10
20	Ahmsa	Nd	Qumma	57.000	Parras**	234	CMoctezuma	599	17
21	GModelo	Nd	Ichb	57	Simec	208	Vasconia***	109	18
22	Iasa	Nd	CMoctezuma	29.000	Qumma	53	Nutrisa	55	25
23	Coca-Cola Femsa	Nd	Iasa	27	QB Industrias	45	QB Industrias	37	19
24	Macma	Nd	Macma	21.000	Iasa	44	Qumma	31	26
25	Nutrisa	Nd	Vasconia***	20	Vasconia***	34	Macma	20	24
26	Qumma	Nd	Nutrisa	8.000	Nutrisa	25	Iasa	10	22
27	Simec	Nd	QB Industrias	4	Macma	20	Parras**	-2	15

Nd: No disponible.

*Antes Grupo Durango. **No cotiza desde noviembre de 2008. ***Antes Ecko.

a/ Millones de dólares.

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros reportados a la BMV (2011).

Cuadro Anexo 3.9 (A)
Estructura de Mercado a/

Empresa	1990		1991		1992		1993		1994		1995		1996		1997		1998		1999	
	Int.	Ext.																		
Ahmsa	Nd	Nd	98.38	1.62	94.64	5.36	93.78	6.22	96.6	3.4	64.79	35.21	81.66	18.34	84.39	15.61	87.7	12.3	91.53	8.47
Alfa	81.12	18.88	83.07	16.93	82.83	17.17	81.43	18.57	78.64	21.36	62.42	37.58	73.15	26.85	75.73	24.27	79.76	20.24	76.43	23.57
Bimbo	99.76	0.24	99.7	0.3	99.26	0.74	99.51	0.49	99.23	0.77	88.19	11.81	84	16	82.38	17.62	76.18	23.82	74.91	25.09
Bio-Pappel*	90.15	9.85	84.28	15.72	89.01	10.99	92.64	7.36	96.89	3.11	85.14	14.86	89.51	10.49	89.41	10.59	73.72	26.28	74.31	25.69
Cementos Chihuahua	100	0	94.61	5.39	96.76	3.24	Nd	Nd	81.97	18.03	52.73	47.27	49.54	50.46	53.73	46.27	59.51	40.49	64.26	35.74
Cemex	93.05	6.95	96.58	3.42	97.61	2.39	98.42	1.58	64.61	35.39	35.45	64.55	31.94	68.06	36.56	63.44	40.69	59.31	44.72	55.28
CMoctezuma	100	0	100	0	100	0	100	0	100	0	100	0	100	0	100	0	100	0	100	0
Coca-Cola Femsa	Nd	Nd	Nd	Nd	97.38	2.62	100	0	75.92	24.08	61.69	38.31	63.07	36.93	65.43	34.57	72.03	27.97	75.24	24.76
Gembunidas	100	0	100	0	100	0	100	0	100	0	100	0	100	0	100	0	100	0	100	0
Gind. Saltillo	70.24	29.76	73.83	26.17	77.16	22.84	71.99	28.01	57.66	42.34	50.8	49.2	53.43	46.57	47.74	52.26	46.6	53.4	47.25	52.75
GModelo	Nd	Nd	Nd	Nd	92.36	7.64	91.48	8.52	90.77	9.23	81.39	18.61	79.1	20.9	78.48	21.52	75.9	24.1	75.96	24.04
Gruma	60	40	58.95	41.05	61.97	38.03	61.87	38.13	55.35	44.65	45.96	54.04	66.63	33.37	44.04	55.96	58	42	36.25	63.75
Grupo Continental	100	0	100	0	100	0	100	0	99.98	0.02	99.91	0.09	99.67	0.33	98.7	1.3	99.52	0.48	99.71	0.29
Herdez	96.21	3.79	95.88	4.12	98.36	1.64	97.48	2.52	97.04	2.96	96.19	3.81	95.35	4.65	94.24	5.76	93.85	6.15	94.84	5.16
Iasa	Nd	Nd	89	11	86.92	13.08	85.58	14.42	79.26	20.74	51.28	48.72	83.57	16.43	86.7	13.3	98.83	1.17	98.96	1.04
Ichb	84.96	15.04	96.99	3.01	98.62	1.38	97.93	2.07	86.33	13.67	67.94	32.06	61.57	38.43	70.48	29.52	64.87	35.13	65.89	34.11
Kimberly	92.34	7.66	97.59	2.41	97.84	2.16	98.34	1.66	96.52	3.48	94.24	5.76	92.99	7.01	92.31	7.69	91.93	8.07	93.27	6.73
Macma	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	100	0	100	0	99.71	0.29	97.55	2.45	94.12	5.88	96.54	3.46	98.35	1.65
Maseca	100	0	100	0	99.8	0.2	100	0	100	0	99.44	0.56	99.88	0.12	100	0	100	0	99.92	0.08
Nutrisa	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	100	0	100	0	100	0	100	0	100	0	100	0	100	0
Parras**	87.11	12.89	89.23	10.77	90.97	9.03	89.58	10.42	87.8	12.2	53.36	46.64	79.85	20.15	55.85	44.15	55.18	44.82	70.01	29.99
QB Industrias	100	0	100	0	100	0	99.72	0.28	99.88	0.12	99.19	0.81	89.27	10.73	87.31	12.69	90.74	9.26	91.05	8.95
Qumma	Nd	Nd	Nd	Nd	100	0	98.66	1.34	99.04	0.96	97.48	2.52	97.17	2.83	95.24	4.76	91.72	8.28	97.3	2.7
San Luis Corporativo	35.55	64.45	35.55	64.45	42.59	57.41	34.73	65.27	23.34	76.66	18.07	81.93	21.24	78.76	23.52	76.48	15.96	84.04	14.6	85.4
Simec	Nd	Nd	Nd	Nd	97.23	2.77	90.84	9.16	92.86	7.14	63.43	36.57	79.23	20.77	82.23	17.77	86.52	13.48	88.19	11.81
Vasconia***	100	0	92.39	7.61	93.4	6.6	94.01	5.99	96.57	3.43	94.9	5.1	97.61	2.39	96.4	3.6	93.71	6.29	94.7	5.3
Vitro	90.42	9.58	87.95	12.05	88.28	11.72	Nd	Nd	84.4	15.6	76.2	23.8	77	23	73.99	26.01	75.87	24.13	74.21	25.79

Int.: Interna.

Ext.: Externa.

Nc: No cotiza. Nd: No disponible.

*Antes Grupo Durango. **No cotiza desde noviembre de 2008. ***Antes Eeko.

a/ Porcentaje.

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros reportados a la BMV (2011).

Cuadro Anexo 3.9 (B)
Estructura de Mercado a/

Empresa	2000		2001		2002		2003		2004		2005		2006		2007		2008		2009		2010	
	Int.	Ext.	Int.	Ext.	Int.	Ext.																
Ahmsa	93.3	6.7	90.98	9.02	89.89	10.11	93.04	6.96	94.17	5.83	88.49	11.51	92.03	7.97	88.99	11.01	92.85	7.15	88.82	11.18	89.83	10.17
Alfa	75.73	24.27	70.46	29.54	59.57	40.43	56.06	43.94	56.34	43.66	55.35	44.65	56.28	43.72	45.87	54.13	44.93	55.07	47.74	52.26	45.41	54.59
Bimbo	76.11	23.89	75.2	24.8	65.71	34.29	65.89	34.11	67.83	32.17	68.49	31.51	66.93	33.07	66.57	33.43	66	34	45.46	54.54	46.63	53.37
Bio-Pappel*	58.83	41.17	61.1	38.9	82.41	17.59	78.53	21.47	75.94	24.06	79.54	20.46	79.97	20.03	79.07	20.93	90.98	9.02	86.28	13.72	84.37	15.63
Cementos Chihuahua	69.07	30.93	56.06	43.94	52.55	47.45	55.88	44.12	54.13	45.87	48.69	51.31	37.08	62.92	36.3	63.7	33.75	66.25	26.39	73.61	30.54	69.46
Cemex	47.56	52.44	38.11	61.89	39.69	60.31	38.49	61.51	35.69	64.31	18.89	81.11	18.06	81.94	16.6	83.4	16.48	83.52	20.15	79.85	23.21	76.80
CMoctezuma	100	0	100	0	100	0	100	0	100	0	100	0	100	0	100	0	100	0	100.00	0.00	100.00	0.00
Coca-Cola Femsa	81.26	18.74	90.74	9.26	90.23	9.77	65.01	34.99	57.85	42.15	55.02	44.98	49.25	50.75	47	53	44.82	55.18	35.79	64.21	36.67	63.33
Gembunidas	100	0	100	0	100	0	100	0	100	0	100	0	100	0	100	0	100	0	100.00	0.00	100.00	0.00
Gind. Saltillo	50.06	49.94	56.76	43.24	56.06	43.94	55.3	44.7	48.36	51.64	43.87	56.13	51.92	48.08	52.05	47.95	51.52	48.48	55.13	44.87	45.99	54.14
GModelo	77.35	22.65	76.66	23.34	75.66	24.34	73.3	26.7	71.63	28.37	71.93	28.07	70.57	29.43	57.82	42.18	58.7	41.3	59.12	40.88	60.10	39.90
Gruma	33.4	66.6	34.02	65.98	33.3	66.7	33.21	66.79	32.71	67.29	37.14	62.86	31.14	68.86	32.24	67.76	30.93	69.07	27.43	72.59	30.86	69.14
Grupo Continental	99.89	0.11	99.99	0.01	100	0	100	0	99.99	0.01	99.99	0.01	100	0	100	0	100	0	100.00	0.00	100.00	0.00
Herdez	94.84	5.16	93.47	6.53	93.29	6.71	93.51	6.49	93.53	6.47	92.48	7.52	91.53	8.47	93.13	6.87	90.32	9.68	89.57	10.27	89.19	10.81
Iasa	89.28	10.72	97.1	2.9	96.57	3.43	96.43	3.57	99.97	0.03	100	0	100	0	100	0	99.08	0.92	100.00	0.00	100.00	0.00
Ichb	65.2	34.8	84	16	80.94	19.06	86.86	13.14	87.47	12.53	51.88	48.12	39.15	60.85	37.42	62.58	34.68	65.32	57.75	42.25	47.36	52.69
Kimberly	93.67	6.33	93.86	6.14	93.4	6.6	93.38	6.62	92.47	7.53	92.43	7.57	94.27	5.73	93.13	6.87	93.42	6.58	95.08	4.87	94.25	5.75
Macma	100	0	100	0	100	0	99.9	0.1	100	0	100	0	100	0	100	0	100	0	100.00	0.00	100.00	0.00
Maseca	100	0	100	0	100	0	99.61	0.39	97.81	2.19	97.74	2.26	98.22	1.78	97.79	2.21	97.36	2.64	97.73	2.27	98.37	1.63
Nutrisa	100	0	100	0	100	0	100	0	100	0	100	0	100	0	100	0	100	0	100.00	0.00	100.00	0.00
Parras**	64.68	35.32	78.96	21.04	75.38	24.62	19.75	80.25	17.2	82.8	21.64	78.36	27.18	72.82	22.55	77.45	8.09	91.91	Nc	Nc	Nc	Nc
QB Industrias	53.51	46.49	54.26	45.74	49.33	50.67	48.67	51.33	59.69	40.31	52.17	47.83	66.49	33.51	81.99	18.01	94.64	5.36	88.89	13.89	86.67	13.33
Qumma	100	0	100	0	100	0	100	0	100	0	100	0	100	0	100	0	100	0	100.00	0.00	100.00	0.00
San Luis Corporativo	22.81	77.19	24.11	75.89	24.92	75.08	23.46	76.54	29.15	70.85	34.58	65.42	35.41	64.59	41.33	58.67	50.06	49.94	51.44	48.56	55.52	44.48
Simec	89.69	10.31	92.3	7.7	87.87	12.13	88.54	11.46	89.32	10.68	45.39	54.61	32.22	67.78	29.35	70.65	28.86	71.14	53.53	46.47	43.91	56.14
Vasconia***	92.33	7.67	90.12	9.88	88.82	11.18	93.16	6.84	94.65	5.35	94.1	5.9	96.15	3.85	80.21	19.79	78.59	21.41	82.65	17.35	78.75	21.25
Vitro	75.14	24.86	75.02	24.98	74.91	25.09	74.37	25.63	43.82	56.18	41.56	58.44	42.6	57.4	42	58	42.7	57.3	46.51	53.54	50.63	49.37

Int.: Interna.

Ext.: Externa.

Nc: No cotiza. Nd: No disponible.

*Antes Grupo Durango. **No cotiza desde noviembre de 2008. ***Antes Ecko.

a/ Porcentaje.

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros reportados a la BMV (2011).

Cuadro Anexo 3.10
Las 20 Principales Multinacionales Mexicanas, por Activos

Posición	Empresa	Industria	Estatus	Activos Externos a/
1	Cemex	Minerales no metálicos	Cotiza	39,607
2	América Móvil	Telecomunicaciones	Cotiza	29,470
3	Carso Global Telecom	Telecomunicaciones	Cotiza	16,891
4	Grupo México	Minas	Cotiza	7,742
5	Grupo Femsa	Bebidas	Cotiza	5,222
6	Grupo Bimbo	Alimentos	Cotiza	4,816
7	Grupo Alfa	Diversificada	Cotiza	2,759
8	Pemex	Petróleo y gas	No Cotiza	2,090
9	Gruma	Alimentos	Cotiza	2,056
10	Grupo Televisa	Televisión, radio y telecomunicaciones	Cotiza	1,565
11	Mexichem	Química y petroquímica	Cotiza	1,520
12	Cementos Chihuahua	Minerales no metálicos	Cotiza	1,312
13	Xignux	Diversificada	No Cotiza	735
14	Industrias Ch	Steel & metal products	Cotiza	574
15	Grupo Vitro	Minerales no metálicos	Cotiza	397
16	Grupo Elektra	Comercio	Cotiza	246
17	San Luis Corp.	Autopartes (piezas de automóviles)	Cotiza	122
18	Interceramic	Minerales no metálicos	Cotiza	98
19	Accel	Alimentos	Cotiza	87
20	Bio-Pappel*	Papel y productos de papel	Cotiza	76
Total				117,385

a/ Millones de dólares. * Antes Grupo Durango.

Fuente: Basave, J y Ma. T. Gutiérrez-Haces (2010) *Es diferenciado el impacto de la crisis en las multinacionales mexicanas, según los resultados de una investigación internacional conjunta*, Reporte del 10 de diciembre de 2010, Instituto de Investigaciones Económicas-UNAM y Vale Columbia Center on Sustainable International Investment, Ciudad de México y Nueva York.

Cuadro Anexo 3.12 (A)
Estructura de Pasivos por Tipo de Moneda y Plazo a/

Empresa	1990				1991				1992				1993				1994				1995				1996				1997				1998				1999				
	Extranjera		Nacional		Extranjera		Nacional		Extranjera		Nacional		Extranjera		Nacional		Extranjera		Nacional		Extranjera		Nacional		Extranjera		Nacional		Extranjera		Nacional		Extranjera		Nacional						
	CP	LP	CP	LP																																					
Ahmsa	Nd	Nd	Nd	Nd	10.46	44.97	44.48	0.09	21.4	43.44	34.99	0.17	34.31	33.8	25.69	6.2	25.8	48.21	19.4	6.59	27.65	58.25	9.53	4.57	23.08	65.99	9.72	1.2	21.08	69.92	6.92	2.07	89.13	1.94	8.72	0.2	1.28	1.85	95.91	0.96	
Alfa	42.88	24.12	32.09	0.91	59.6	21.29	14.07	5.03	64.47	13.48	17.26	4.8	Nd	Nd	Nd	Nd	48.48	37.94	13.47	0.1	34.4	51.46	13.05	1.08	26.54	57.6	14.02	1.83	26.73	60.42	11.71	1.14	24.53	60.65	11.18	3.64	26.24	58.46	10.45	4.86	
Bimbo	21.98	0	77.58	0.44	26.54	0.26	73.18	0.02	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	24.24	29.14	46.62	0	46.7	16.31	37	0	11.98	41.13	46.88	0	24.52	48.26	27.21	0	4.36	54.36	41.28	0	8.89	49.62	41.49	0	
Bio-Pappel*	5.82	4.74	86.72	2.71	31.69	0	65.96	2.35	96.94	0.4	2.66	0	28.72	0	71.28	0	19.42	0	76.41	4.17	16.69	0	80.87	2.44	7.04	52.43	40.53	0	24.73	0	75.27	0	5.06	28.85	66.1	0	10.67	17.27	72.06	0	
Cementos Chihuahua	48.27	0	35	16.72	28.23	0	46.29	25.48	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	15.23	75.17	8.43	1.16	21.98	63.91	3.85	10.25	16.2	53.66	5.19	24.96	13.57	54.7	6.47	25.26	11.13	51.47	11.25	26.15	14.22	50.64	13.11	22.03	
Cemex	13.15	48.27	18.77	19.81	10.39	58.44	8.93	22.24	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	22.1	71.78	3.21	2.91	28.18	67.33	1.76	2.73	23.55	74.19	2.18	0.08	21.28	75.73	2.99	0	33.71	63.56	2.74	0	32.14	64.65	3.21	0	
CMoetzuma	8.83	0	88.9	2.27	0	0	100	0	2.68	0	97.32	0	0	0	100	0	0	0	100	0	59.94	0	40.06	0	26.75	39.97	33.29	0	10.91	0	89.09	0	26.29	0	73.71	0	7.05	0	92.95	0	
Coca-Cola Femsa	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	10.36	31.5	22.96	35.19	Nd	Nd	Nd	Nd	47.77	37.34	14.89	0	15.99	75.2	8.81	0	16.7	72.25	11.05	0	31.55	56.17	12.28	0	1.09	56.54	42.36	0	1.25	58.43	40.32	0	
Gembunidas	34.88	11.28	40.56	13.28	21.62	20.26	30.84	27.28	20.51	31.64	12.35	35.49	18.92	39.42	17.89	23.77	27.67	52.01	6.72	13.61	20.05	70.3	7.35	2.3	31.29	63.01	2.49	3.21	15.14	77.78	7.07	0	16.35	74.95	6.5	2.19	18.59	75.02	6.2	0.18	
Gind. Saltillo	0.65	0.81	68.52	30.02	0.23	1.35	81.31	17.1	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	1.47	6.67	38.68	53.17	1.14	8.29	46.21	44.36	1.24	6.71	36.84	55.21	1.98	5.99	49.8	42.23	1.74	6.87	57.46	33.93	3.85	4.85	87.85	3.46	
GModelo	6.59	47.68	36.15	9.58	14.58	23.76	14.97	46.69	18.51	21.06	14.66	45.76	57.76	8.44	14.43	19.37	8.91	69.8	13.6	7.69	39.62	46.16	9.67	4.54	10.46	83.51	6.03	0	11.19	82.1	6.72	0	16.2	78.91	4.86	0.03	14.94	77.43	7.63	0	
Gruma	49.07	0	30.74	20.19	42.19	13.55	28.82	15.44	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	56.51	24.64	15.2	3.64	22.58	45.24	29.12	3.06	25.81	37.28	32.63	4.28	18.22	51.44	29.94	0.39	14.09	58.33	27.35	0.23	24.72	58.1	17	0.18	
Grupo Continental	0.42	0	99.58	0	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	55.44	11.85	26.87	5.85	36.43	0	28.57	35	38.24	0	24.53	37.23	4.68	0	27.33	67.99	9.44	13.53	20.35	56.69	13.82	5.45	30.81	49.93	
Herdez	Nd	Nd	Nd	Nd	25.85	0	49.49	24.66	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	42.71	0	50.78	6.51	53	0	44.91	2.1	25.4	22.11	52.49	0	29.39	8.32	57.7	4.58	17	28.27	53.07	1.66	11.5	40.15	47.33	1.03	
Iasa	Nd	Nd	Nd	Nd	41.94	8.55	45.26	4.26	20.42	7.31	25.13	47.14	15.9	0.85	32.08	51.17	23	0	33.27	43.73	17.8	0.6	50.95	30.65	13.87	0	65.49	20.64	13.6	0	61.41	25	9.44	6.6	43.68	40.29	10.87	1.3	54.82	33.02	
Ichb	69.52	2.07	26.33	2.07	2.01	0	97.99	0	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	45.88	0	54.12	0	48.4	0	51.6	0	55.72	0	44.28	0	27.51	0	72.49	0	13.32	0	86.68	0	19.1	0	80.9	0	
Kimberly Clark	26.89	1.99	71.12	0	42.32	1.62	56.06	0	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	25.58	58.35	16.06	0	38.21	50.07	11.72	0	27.18	49.82	23	0	18.88	53.96	27.15	0	50.86	22.46	26.67	0	15.22	55.77	29.01	0	
Macma	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	0	0	42.83	57.17	0	0	83.53	16.47	2.21	15.08	46.7	36.02	6.7	17.54	57.17	18.59	8.85	35.42	35.08	20.65	14.11	27.13	45.79	12.97	13.66	20.37	55.94	10.03	
Maseca	12.82	0	56.06	31.12	4.65	0	55.08	40.26	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	6.53	20.9	59.21	13.37	15.22	18.59	61.6	4.6	1.59	61.39	33.78	3.23	0.43	68.29	31.28	0	0.33	51.79	30.6	17.28	1.02	0	98.98	0	
Nutrisa	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	0	0	100	0	0	0	100	0	0	0	100	0	0	0	100	0	0	0	100	0	0	0	0	100	0	0	0	100	0
Parras**	29	0	71	0	11.92	0	45.1	42.98	12.5	0	65.52	21.98	59.8	0	30.08	10.12	82.19	0	10.43	7.38	42.33	19.85	28.91	8.91	43.74	43.06	13.2	0	36.18	59.54	4.28	0	55.94	40.02	4.04	0	45.59	46.22	8.19	0	
QB Industrias	0	6.53	93.47	0	0	8.66	91.34	0	0	6.58	93.42	0	0	3.66	96.34	0	0	0	100	0	0	0	99.48	0.52	0	0	99.23	0.77	0	0	99.48	0.52	0	0	99.35	0.65	0	0	99.64	0.36	
Qumma	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	5.52	7.18	55.03	32.26	7.24	8.32	72.36	12.07	32.69	17.52	48.2	1.59	18.76	18.47	48.53	14.23	18.99	19.45	44.77	16.79	38.55	11.95	45.32	4.18	28.36	1.23	66.47	3.94	8.15	18.43	72.41	1.01	
San Luis Corporativo	44.46	9.53	7.02	38.99	45.53	6.14	12.85	35.49	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	54.74	37.18	8.08	0	61.76	32.21	6.02	0.01	35.62	54.01	10.37	0	38.19	55.88	5.93	0	41.43	55.2	3.38	0	48.43	45.51	6.06	0	
Simex	Nd	Nd	Nd	Nd	43.19	40.34	7.88	8.6	48.57	38.27	6.98	6.18	84.59	0.02	14.68	0.72	9.14	83.02	6.8	1.04	6.48	87.58	5.13	0.82	13.8	78.4	7.03	0.78													
Vasconia***	Nd	Nd	Nd	Nd	18.82	0	81.18	0	13.67	0	86.33	0	8.07	0	91.93	0	9.05	0	90.95	0	7.82	0	92.18	0	9.16	0	90.84	0													
Vitro	19.72	39.58	22.49	18.21	16.5	48.5	17.99	17	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	16.38	47.5	10.11	26.01	21.11	37.88	10.62	30.38	10	25.16	19.81	45.03	18.99	53.09	10.1	17.82	22.1	51.46	9.31	17.13	21.57	51.56	9.02	17.85	

Nc: No cotiza. Nd: No disponible.

CP: Corto plazo. LP: Largo plazo.

*Antes Grupo Durango. **No cotiza desde noviembre de 2008. ***Antes Ecko.

a/ Porcentaje.

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros reportados a la BMV (2011).

Cuadro Anexo 3.12(B)
Estructura de Pasivos por Tipo de Moneda y Plazo a/

Empresa	2000				2001				2002				2003				2004				2005				2006				2007				2008				2009				2010			
	Extranjera		Nacional		Extranjera		Nacional		Extranjera		Nacional		Extranjera		Nacional		Extranjera		Nacional		Extranjera		Nacional		Extranjera		Nacional		Extranjera		Nacional		Extranjera		Nacional		Extranjera		Nacional					
	CP	LP	CP	LP	CP	LP																																						
Ahmsa	4.78	1.68	93	0.54	8.05	1.2	90.75	0	7.84	0.94	91.22	0	10.59	0.65	88.77	0	8.97	0.15	90.88	0	8.32	0.14	91.55	0	6.75	0.13	93.12	0	5.83	0.11	94.06	0	8.87	0.13	91.00	0.00	8.95	0.55	90.50	0.00	9.10	4.34	86.56	0.00
Alfa	22.45	62.71	10.44	4.4	28.86	56.72	11.81	2.61	32.01	46.56	14.47	6.95	27.44	42.22	21.87	8.46	29.26	35.89	24.87	9.98	29.42	38.47	17.27	14.85	28.78	41.32	17.1	12.79	32.74	37.04	16.71	13.51	36.81	30.92	19.11	13.16	33.04	42.53	8.42	16.02	30.71	44.88	10.84	13.57
Bimbo	33.44	35.65	30.91	0	19.04	54.63	26.33	0	20.69	29.5	9.78	40.02	26.81	12.95	12.72	47.53	16.22	12.82	24.77	46.2	22.56	10.97	21.87	44.6	13.37	9.57	53.16	23.9	26.68	10.6	49.45	13.26	26.50	39.79	30.14	3.57	24.03	19.64	11.32	45.01	17.80	28.76	14.51	38.93
Bio-Poppel*	18.34	6.17	75.49	0	5.21	0	94.79	0	2.13	5.33	92.55	0	23.19	4.17	72.65	0	7.57	0.55	52.08	39.81	8.65	0	52.95	38.4	4.2	0	39.16	56.63	4.1	0	33.79	62.11	5.11	0.00	55.47	39.42	7.91	0.00	51.08	41.01	7.69	0.00	56.80	35.50
Cementos Chihuahua	19.09	35.63	24.58	20.7	8.47	29.31	9.65	52.57	10.1	39.58	4.61	45.71	15.01	36.9	4.59	43.5	11.47	15.12	9.43	63.97	21.75	21.19	9.21	47.86	4.81	86.19	9	0	9.31	85.75	4.95	0	16.93	79.32	3.75	0.00	22.90	72.90	4.20	0.00	16.01	79.43	4.56	0.00
Cemex	58.82	40.87	0.32	0	31.04	64.93	4.03	0	35.45	59.69	4.86	0	34.37	61.59	4.04	0	24.89	66.95	8.16	0	21.3	54.02	11.87	12.81	30.25	41.43	11.12	17.2	25.54	59.05	6.04	9.37	43.15	44.29	5.25	7.30	13.44	72.29	6.01	8.25	14.42	73.14	7.43	5.01
CMoctezuma	3.49	0	96.51	0	2.42	0	97.58	0	11.21	0	88.79	0	20.27	0	79.73	0	19	0	81	0	21.3	0	78.7	0	3.5	0	96.5	0	9.09	0	90.91	0	30.00	0.00	70.00	0.00	28.57	0.00	71.43	0.00	7.69	0.00	92.31	0.00
Coca-Cola Femsa	1.47	60.14	38.4	0	1.37	54.86	43.78	0	1.12	55.05	43.83	0	14.85	44.98	12.24	27.93	24.24	24.16	8.94	42.66	19.88	19.27	24.4	36.45	25.54	19.58	18.69	36.19	22.6	16.67	30.85	29.87	45.19	11.54	17.97	25.30	37.30	8.70	31.76	22.25	32.66	23.01	20.64	23.69
Gembundis	34.47	61.04	4.4	0.09	21.81	71.44	6.73	0.02	30	64.44	5.49	0.07	28.25	64.99	6.66	0.09	31.82	62.42	5.07	0.69	26.86	62.69	9.56	0.89	38.22	51.15	10.17	0.46	38.33	52.67	8.45	0.56	49.59	31.06	6.52	12.84	23.62	53.16	7.21	16.01	22.29	49.95	10.83	16.92
Gind. Saltillo	1.16	1.7	94.36	2.78	1.43	0	98.57	0	1.16	0	98.84	0	1.84	0	98.16	0	1.26	0	98.74	0	1.48	0	98.52	0	1.62	0	98.38	0	1.59	0	98.41	0	0.21	0.00	99.79	0.00	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	100.00	0.00
GModelo	22.5	67.79	9.12	0.58	17.45	73.45	9.07	0.02	77.36	11.05	8.45	3.14	85.79	4.96	8.61	0.65	6.76	79.78	13.46	0	7.68	80.03	12.29	0	8.1	75.87	16.03	0	10.78	74.62	14.6	0	80.40	1.29	18.30	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
Gruma	34.76	42.81	22.43	0	16.89	62.85	19.96	0.31	10.74	68.46	20.8	0	15.33	58.3	25.8	0.57	17.15	13.49	27.43	41.93	18.85	13.61	25.24	42.31	23.89	13.06	38.81	24.24	24.04	18.6	26.48	30.88	5.55	0.00	86.48	7.97	42.04	16.31	13.36	28.29	17.62	23.35	23.57	35.46
Grupo Continental	18.71	6.87	25.05	49.38	6.94	23.25	29.41	40.4	13.19	14.39	41.03	31.4	5.55	0	40.01	54.44	8.92	0	57.43	33.65	5.96	0	65.35	28.69	4.74	23.75	71.51	0	12.24	0	33	54.77	21.75	0.00	60.16	18.09	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
Herdez	10.05	30.85	41.12	17.98	3.78	3.78	55.06	37.38	0.55	17.55	45.13	36.76	5.28	14.95	37.5	42.26	46.36	14.28	2.76	36.6	4.7	8.59	47.06	39.65	4.1	3.92	53.33	38.64	5.86	0	55.77	38.38	14.02	0.00	47.56	38.41	13.13	0.00	80.63	6.25	19.21	5.24	29.26	46.29
Iasa	6.02	8.05	60.05	25.89	16.39	0.98	70.64	11.99	11.4	6.21	72.96	9.44	11.12	5.99	74.07	8.82	11.19	0	87.32	1.49	0	0	100	0	0	0	0	100	0	0	0	100	0	0.00	0.00	100	0.00	0.00	0.00	100	0.00	0.00	0.00	
Ichb	0	0	100	0	0	15.32	74.5	10.17	21.74	0	78.26	0	16.09	0	83.91	0	36.68	0	63.32	0	82.5	11.62	5.88	0	81.47	0	18.53	0	77.67	0	22.33	0	73.01	0.00	26.99	0.00	49.70	0.00	50.30	0.00	66.67	0.00	33.33	0.00
Kimberly Clark	13.63	49.33	37.04	0	15.08	40.7	31.75	12.48	12.51	43.57	43.93	0	10.7	43.19	24.27	21.84	16.08	32.77	31.07	20.09	14.39	30.03	35.7	19.88	14.73	26.66	40.67	17.94	11.39	24.88	25.32	38.41	37.54	1.15	27.42	33.89	9.23	0.39	46.57	43.80	8.87	0.07	23.17	67.88
Masma	10.53	14.94	60.14	14.38	9.38	5.49	71.49	13.63	7.66	0	85.6	6.73	0	0	82.37	17.63	0	0	83.91	16.09	0	0	93.34	6.66	0	0	94.94	5.06	0	0	97.33	2.67	0.00	0.00	100	0.00	10.00	0.00	90.00	0.00	7.14	0.00	78.57	14.29
Maseca	7.2	0	92.8	0	3	0	96.4	0	36.74	0	63.26	0	27.58	0	72.42	0	31.03	0	68.97	0	4.14	32.16	63.7	0	10.15	0	89.85	0	30.06	0	69.94	0	2.74	0.00	97.26	0.00	0.00	0.00	100	0.00	0.00	100	0.00	
Nutrisa	0	0	100	0	0	0	100	0	0	0	100	0	0	0	100	0	0	0	100	0	0	0	100	0	0	0	100	0	0	0	100	0	0.00	0.00	100	0.00	0.00	0.00	100	0.00	0.00	100	0.00	
Parras**	30.23	61.02	6.39	2.37	48.61	43.84	5.98	1.57	22.36	61.58	8.5	7.56	20.68	65.8	6.97	6.56	24.25	62.81	7.63	5.31	26.03	58.99	11	3.99	3.29	0	96.71	0	0.18	0	99.82	0	1.25	0.00	98.75	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
QB Industrias	77.45	2.18	20.36	0	62.57	8.95	28.48	0	63.03	0	36.97	0	2.64	40.06	57.3	0	5.29	48.13	46.58	0	60.3	0	39.7	0	57.42	0	42.58	0	43.64	0	55.79	0.57	65.85	0.00	34.15	0.00	56.25	0.00	43.75	0.00	48.28	0.00	51.72	0.00
Qumma	5.83	8.36	55.48	30.33	10.13	19.9	63.13	6.85	13.93	19.57	65.04	1.46	17.95	24.61	56.92	0.53	17.17	10.06	56.69	16.08	6.7	14.91	60.87	17.52	6.89	15.55	77.38	0.18	7.11	9.51	80.44	2.94	8.33	4.17	79.17	8.33	0.00	5.88	76.47	17.65	3.57	3.57	71.43	21.43
San Luis Corporativo	36.61	58.17	5.22	0	58.11	36.61	5.28	0	19.6	73.29	7.1	0	26.33	68.96	4.72	0	29.45	64.57	5.98	0	32.44	62.47	5.09	0	35.73	58.33	5.94	0	42.52	48.99	8.49	0	34.17	56.67	9.17	0.00	83.06	4.30	12.63	0.00	60.52	33.13	6.35	0.00
Simec	42.78	48.98	8.23	0	84.27	0	15.73	0	63.94	0	36.06	0	25.94	0	74.06	0	41.02	0	58.98	0	63.12	12.6	24.27	0	76.49	0	23.51	0	82.11	0	17.89	0	71.58	0.00	28.42	0.00	62.18	0.00	37.82	0.00	72.12	0.00	27.88	0.00
Vasconia***	9.27	0	90.73	0	10.49	0	89.51	0	6.08	0	93.92	0	6.23	0	93.77	0	9.71	0	90.29	0	8.86	0	91.14	0	15.7	0	84.3	0	19.61	0	80.39	0	21.80	0.00	78.20	0.00	20.26	0.00	79					

Cuadro Anexo 3.13
Características del Financiamiento Externo: Deuda
1990-2011

Año	Tipo de Deuda
1990	Corto y largo plazo en moneda nacional
1995	Corto y largo plazo en moneda extranjera
2001	Corto plazo en moneda nacional y largo plazo en moneda extranjera
2008	Corto plazo en moneda nacional (hasta marzo de 2011)

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros reportados a la BMV (2011).

Cuadro Anexo 3.14
Composición del Flujo de Efectivo: Recursos de la Operación

Empresa																					Total		Promedio	
																					a/	b/		
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	1990-2010		
Ahmsa	Nd	5.63	-0.87	-3.36	-7.56	-4.70	5.08	1.00	-15.39	12.22	3.37	4.51	1.17	-1.62	9.04	15.35	9.98	20.06	25.15	10.27	10.68	100	2,648.96	132.45
Alfa	3.73	2.51	1.05	1.23	-2.35	4.45	7.73	4.85	3.20	7.30	5.32	5.00	3.05	2.06	4.30	5.68	5.13	8.56	7.57	9.98	9.65	100	10,772.03	512.95
Bimbo	1.02	1.26	1.69	2.01	1.12	2.42	2.90	3.65	3.14	3.33	5.04	2.83	4.82	4.23	6.55	5.37	6.04	7.44	8.49	14.29	12.37	100	7,453.50	354.93
Bio-Pappel*	0.56	2.43	1.25	3.43	-2.46	6.11	12.52	9.54	2.39	12.57	12.29	9.11	-1.57	-4.24	7.26	1.33	8.07	4.71	2.85	5.42	6.41	100	1,013.93	48.28
Cementos Chihuahua	0.79	0.94	1.38	1.49	1.43	1.60	1.38	1.47	2.53	2.81	4.22	5.78	5.84	5.87	4.02	6.60	8.48	11.74	11.19	11.84	8.61	100	1,731.33	82.44
Cemex	0.75	1.31	2.07	1.98	1.52	3.58	3.51	3.34	2.68	3.58	4.10	6.08	4.43	3.37	4.21	9.01	10.75	10.54	10.67	6.51	6.04	100	39,681.10	1,889.58
CMoctezuma	0.44	0.57	0.70	0.36	-1.39	0.60	0.80	1.55	4.73	4.90	6.42	8.12	8.51	8.22	6.90	12.51	14.40	15.36	13.16	-3.55	-3.31	100	1,269.00	60.43
Coca-Cola Femsa	Nd	Nd	2.35	1.46	0.86	0.97	1.94	1.90	1.58	3.26	2.96	4.01	4.38	2.82	8.38	7.24	9.69	9.75	8.30	15.20	12.95	100	8,532.22	449.06
Gembunidas	0.23	2.28	1.54	2.36	1.94	0.59	1.63	4.52	1.75	0.98	5.25	5.02	4.53	4.43	8.59	6.55	7.21	10.86	11.74	10.22	7.77	100	733.65	34.94
Gind. Saltillo	2.20	2.79	2.97	4.21	-0.97	4.54	6.31	6.53	6.92	8.08	5.05	7.86	5.64	5.19	6.45	4.15	4.51	3.12	4.24	4.24	5.96	100	1,510.19	71.91
GModelo	Nd	Nd	Nd	Nd	2.43	1.38	1.53	3.02	3.07	3.59	5.00	5.25	5.31	4.92	6.87	7.30	9.61	10.09	8.49	11.42	10.71	100	13,249.43	779.38
Gruma	2.07	-3.13	2.62	4.86	2.49	8.90	7.39	3.19	0.46	1.41	6.48	6.44	5.86	4.18	6.80	6.88	7.12	0.99	-1.38	16.08	10.27	100	2,463.02	117.29
Grupo Continental	-0.28	2.78	0.30	3.13	1.77	2.91	3.32	4.05	4.81	5.15	7.76	5.62	6.36	5.13	5.27	6.14	7.57	8.86	7.29	6.48	5.58	100	2,131.00	101.48
Herdez	Nd	1.74	1.55	Nd	-0.07	0.80	1.81	2.86	0.15	1.36	7.63	5.46	4.75	-0.17	6.88	12.50	10.56	8.66	4.08	14.33	15.13	100	628.06	33.06
Iasa	Nd	109.89	-97.29	-94.34	-10.02	172.81	-90.72	-90.62	293.75	-15.31	-46.60	-94.21	39.93	29.87	1.39	-114.59	8.50	-1.35	8.04	45.44	45.44	100	-4.40	-0.22
Ichb	-0.11	0.15	-0.02	Nd	-1.03	0.91	0.41	-0.01	2.16	5.78	-1.68	-0.84	8.52	7.29	4.97	-0.28	16.52	18.16	16.09	9.94	13.07	100	1,499.08	74.95
Kimberly	2.01	2.70	2.03	Nd	1.71	2.42	5.73	4.52	4.46	6.19	5.78	6.45	5.39	4.02	5.90	4.41	5.91	7.88	8.31	7.99	6.19	100	6,366.98	318.35
Macma	Nd	Nd	Nd	45.14	29.80	50.38	94.01	-28.70	-19.08	71.09	55.05	32.39	-43.52	-67.89	32.14	1.01	-28.59	-4.27	-1.25	-29.43	-88.29	100	3.40	0.19
Maseca	2.04	-2.90	2.13	Nd	1.72	7.43	5.11	4.96	0.28	7.40	12.73	3.05	3.28	2.09	4.04	7.74	7.38	3.46	11.61	8.34	8.11	100	1,258.27	62.91
Nutrisa	Nd	Nd	Nd	-1.25	2.41	0.39	1.53	0.95	1.10	3.37	6.21	4.16	0.33	0.28	3.37	-0.89	9.44	17.69	8.37	21.26	21.26	100	28.22	1.57
Parras**	2.41	3.15	4.97	0.06	-13.27	4.20	4.71	6.52	2.13	0.87	5.71	10.54	3.15	5.39	8.87	3.11	47.67	-0.04	-0.15	Nc	Nc	100	313.47	16.50
QB Industrias	-0.08	1.39	-0.76	0.84	0.62	-0.05	0.73	1.44	2.10	14.74	34.78	41.40	3.87	1.71	-5.71	-2.46	-0.43	1.38	0.78	7.43	-3.71	100	53.84	2.56
Qumma	Nd	Nd	27.71	2.95	3.61	-17.64	16.93	11.84	8.41	12.58	20.44	26.00	-2.70	9.91	-7.84	-3.50	-4.57	0.20	3.38	-7.73	0.00	100	38.81	2.04
San Luis Corporativo	-3.05	2.86	Nd	2.18	-10.15	4.80	13.07	8.12	4.86	22.30	8.07	8.99	-7.10	3.16	12.11	11.66	7.22	8.99	4.87	-1.75	-1.22	100	572.70	28.64
Simec	Nd	Nd	3.24	0.65	-6.98	-0.36	5.52	2.14	0.59	5.40	1.75	2.61	2.36	1.63	5.60	13.09	15.40	15.50	12.26	6.32	13.28	100	1,408.53	74.13
Vasconia***	4.26	Nd	-17.61	-12.63	-30.51	-18.65	-7.57	9.61	4.08	4.18	7.58	-4.31	10.40	2.50	8.52	15.33	27.19	-0.39	16.11	74.46	7.45	100	26.86	1.34
Vitro	4.63	6.03	6.27	Nd	2.94	4.35	6.21	9.87	5.44	8.37	6.69	7.65	2.23	1.89	3.28	3.34	1.79	3.78	5.35	5.74	4.13	100	5,396.64	269.83

Nc: No cotiza. Nd: No disponible.

*Antes Grupo Durango. **No cotiza desde noviembre de 2008. ***Antes Ecko.

a/ Porcentajes. b/ Millones de dólares.

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros reportados a la BMV (2011).

Cuadro Anexo 3.15
Composición del Flujo de Efectivo en las Crisis: Recursos de la Operación a/

Empresa	1990	1995	2001	2008	Total	Promedio
					1990-2010	
Ahmsa	Nd	-124	119	666	2,649	132
Alfa	402	479	538	816	10,772	513
Bimbo	76	180	211	633	7,453	355
Bio-Pappel*	6	62	92	29	1,014	48
Cementos Chihuahua	14	28	100	194	1,731	82
Cemex	297	1,420	2,412	4,234	39,681	1,890
CMoctezuma	6	8	103	167	1,269	60
Coca-Cola Femsa	Nd	82	342	708	8,532	449
Gembunidas	2	4	37	86	734	35
Gind. Saltillo	33	69	119	64	1,510	72
GModelo	Nd	183	696	1,125	13,249	779
Gruma	51	219	159	-34	2,463	117
Grupo Continental	-6	62	120	155	2,131	101
Herdez	Nd	5	34	26	628	33
Iasa	Nd	-8	4	0	-4	0
Ichb	-2	14	-13	241	1,499	75
Kimberly	128	154	411	529	6,367	318
Macma	Nd	2	1	0	3	0
Maseca	26	93	38	146	1,258	63
Nutrisa	Nd	0	1	2	28	2
Parras**	8	13	33	0	313	16
QB Industrias	0	0	22	0	54	3
Qumma	Nd	-7	10	1	39	2
San Luis Corporativo	-17	27	52	28	573	29
Simec	Nd	-5	37	173	1,409	74
Vasconia***	1	-5	-1	4	27	1
Vitro	250	235	413	289	5,397	270

Nc: No cotiza. Nd: No disponible.

*Antes Grupo Durango. **No cotiza desde noviembre de 2008. ***Antes Ecko.

a/ Millones de dólares.

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros reportados a la BMV (2011).

Cuadro Anexo 3.16
Composición del Flujo de Efectivo: Recursos del Financiamiento

Empresa																					Total		Promedio	
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	a/	b/	1990-2010
Ahmsa	Nd	5.57	12.47	46.41	17.10	13.35	2.91	8.83	12.45	-7.04	0.17	-2.04	-0.10	0.57	-0.53	-3.32	0.52	-1.25	-2.30	-1.76	-2.01	100	4,034.05	201.70
Alfa	7.58	10.11	-12.45	-16.85	-4.16	15.30	11.50	16.78	13.95	15.38	12.74	11.78	1.17	0.16	3.73	6.83	3.85	-7.38	-0.25	6.17	4.06	100	-10,135.84	-482.66
Bimbo	-18.82	-20.14	-20.25	-1.68	-57.56	-12.24	-8.47	36.01	-41.76	-11.58	39.83	201.54	8.88	137.06	68.96	21.46	35.30	112.92	-92.25	-688.00	410.77	100	-246.37	-11.73
Bio-Pappel*	17.87	6.76	-9.82	140.97	68.24	-21.49	7.39	-11.19	71.47	-115.39	134.38	-51.06	60.04	-3.77	-41.17	-39.31	-61.89	-6.95	-10.97	-18.96	-15.17	100	131.83	6.28
Cementos Chihuahua	3.16	12.04	18.57	0.26	16.37	4.98	-1.96	-3.76	1.46	-6.25	-9.77	45.11	-5.21	-6.76	-29.23	-4.09	96.71	7.54	23.73	-23.59	-39.32	100	381.48	18.17
Cemex	-3.44	-6.07	56.71	18.03	15.86	-13.62	-23.74	-21.15	-21.17	-16.46	38.23	-17.08	-7.04	-6.86	-19.35	26.32	-35.25	370.09	-65.74	-89.22	-79.06	100	3,268.42	155.64
CMoetzuma	0.06	0.01	0.00	0.00	-4.85	0.00	-0.27	1.08	1.64	0.05	2.01	3.07	2.91	3.31	6.71	7.65	28.37	8.62	11.63	16.54	11.46	100	-610.56	-29.07
Coca-Cola Femsa	0.00	0.00	95.46	-47.25	-22.62	-8.57	-8.14	-4.70	1.76	20.28	5.08	-3.43	10.95	-299.72	66.55	78.37	40.87	33.32	59.94	61.47	20.40	100	-750.00	-39.47
Gembuidas	-12.69	26.46	-22.59	-83.38	12.39	3.67	-49.91	108.57	8.99	-66.52	82.79	8.31	57.98	30.06	-261.22	50.43	-225.31	108.82	107.27	143.93	71.96	100	-23.62	-1.12
Gind. Saliillo	15.28	-1.11	-16.15	-13.22	-7.26	5.90	30.08	13.08	15.39	17.10	-9.46	-0.33	-15.40	1.27	4.83	-0.38	-11.73	32.99	11.35	14.07	13.70	100	-277.28	-13.20
GModelo	0.00	0.00	Nd	Nd	-4.34	0.57	0.03	0.87	3.45	0.85	4.29	1.71	4.17	4.57	4.10	8.43	9.63	18.93	21.09	5.11	16.56	100	-5,241.28	-308.31
Gruma	17.65	40.18	43.22	51.80	64.59	-61.44	26.51	37.96	22.89	84.81	-18.80	-33.12	-26.46	-29.36	-11.03	6.48	-4.88	6.20	46.40	-89.76	-73.83	100	307.47	14.64
Grupo Continental	-2.99	-1.97	-7.41	-2.33	-4.95	6.46	3.67	4.87	4.00	5.72	3.47	4.81	3.59	4.23	7.23	22.48	10.40	7.78	13.32	7.98	9.65	100	-1,078.20	-51.34
Herdez	Nd	-0.26	-22.85	Nd	-6.03	-0.44	-0.26	-8.49	-3.23	-7.98	4.48	14.29	-1.24	-4.09	21.22	24.04	28.80	25.22	5.62	25.39	5.82	100	-189.02	-9.95
Ilsa	0.00	-17.53	40.47	19.49	-42.07	-80.31	22.88	100.89	-133.15	34.76	65.95	48.41	-11.58	-18.33	56.97	52.98	-5.27	0.30	-3.12	-10.57	-21.15	100	-9.46	-0.47
Ichb	-0.27	-11.69	3.92	Nd	10.72	-6.26	28.09	-2.18	3.70	6.08	0.00	0.00	-89.82	-49.50	21.16	49.18	-27.47	143.39	23.56	-1.94	-0.65	100	154.66	7.73
Kimberly	2.28	2.56	-6.87	Nd	-0.38	-1.69	2.78	7.05	6.63	4.66	7.48	4.94	7.44	4.50	6.95	7.26	15.47	4.97	10.33	4.63	9.02	100	-4,258.18	-212.91
Macma	0.00	0.00	0.00	152.21	623.68	-197.58	215.28	-27.30	-0.57	-551.08	-110.62	-93.81	-18.10	23.32	-148.16	-52.54	-6.87	2.69	-0.47	72.48	217.44	100	1.38	0.08
Maseca	3.06	10.22	301.37	Nd	-1.34	-23.44	3.26	-9.87	-2.01	-25.91	-23.76	-7.04	-3.08	-5.07	-12.16	2.54	-14.68	-9.49	-45.04	-10.61	-26.93	100	367.57	18.38
Nutrisa	0.00	0.00	0.00	69.95	109.68	-33.89	-0.32	4.04	-4.40	12.74	-10.47	-1.11	8.08	-2.53	-25.49	25.42	-26.65	-25.14	0.06	0.00	0.00	100	1.86	0.10
Parras**	-1,956.05	1,094.58	-2,173.27	13,711.35	33,482.41	11,667.21	-2,962.17	-9,133.17	13,232.22	77,126.80	-12,336.89	-16,052.84	4,699.56	-9,347.60	-15,751.70	-7,712.42	-75,822.82	-2,167.97	502.77	Nc	Nc	100	0.16	0.01
QB Industrias	0.28	0.25	0.10	-0.30	-0.03	0.00	-0.18	-0.14	0.00	0.00	73.77	22.59	-0.50	2.02	-0.61	-1.07	0.74	1.20	1.03	0.00	0.84	100	118.50	5.64
Qumma	0.00	0.00	10.68	32.39	26.83	27.08	-4.42	2.80	3.64	-8.94	2.15	-7.39	0.22	-3.58	0.00	0.00	0.00	0.00	4.32	11.85	2.37	100	42.21	2.22
San Luis Corporativo	29.67	-90.41	Nd	-1,686.93	-102.49	261.41	297.69	-348.05	-433.65	676.62	-19.70	49.20	68.90	-12.22	328.11	269.03	195.85	195.58	141.10	140.15	140.15	100	-16.41	-0.82
Simec	0.00	0.00	12.21	46.91	35.61	-1.90	-9.47	-0.53	-1.72	-8.23	-8.16	-6.02	-3.58	0.33	5.60	-16.00	-6.69	33.77	24.17	5.47	-1.77	100	621.98	32.74
Vasconia***	-3.16	Nd	14.17	8.08	23.44	-3.87	8.24	0.16	-0.31	0.07	-23.68	-0.15	-6.59	5.71	4.48	-9.52	-7.46	112.06	3.02	-19.19	-5.48	100	36.47	1.82
Vitro	13.19	12.01	-13.46	Nd	-0.28	10.92	13.72	14.26	9.50	9.12	8.78	7.86	5.16	4.68	-0.20	1.17	1.36	0.63	1.22	1.17	1.17	100	-17,114.46	-855.72

Nc: No cotiza, Nd: No disponible.

*Antes Grupo Durango. **No cotiza desde noviembre de 2008. ***Antes Ecko.

a/ Porcentajes, b/ Millones de dólares.

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros reportados a la BMV (2011).

Cuadro Anexo 3.17
Composición del Flujo de Efectivo en las Crisis: Recursos del Financiamiento a/

Empresa	1990	1995	2001	2008	Total	Promedio
					1990-2010	1990-2010
Ahmsa	Nd	539	-82	-93	4,034	202
Alfa	-768	-1,551	-1,194	26	-10,136	-483
Bimbo	46	30	-497	227	-246	-12
Bio-Pappel*	24	-28	-67	-14	132	6
Cementos Chihuahua	12	19	172	91	381	18
Cemex	-112	-445	-558	-2,149	3,268	156
CMoctezuma	0	0	-19	-71	-611	-29
Coca-Cola Femsa	Nd	64	26	-450	-750	-39
Gembunidas	3	-1	-2	-25	-24	-1
Gind. Saltillo	-42	-16	1	-31	-277	-13
GModelo	Nd	-30	-90	-1,105	-5,241	-308
Gruma	54	-189	-102	143	307	15
Grupo Continental	32	-70	-52	-144	-1,078	-51
Herdez	Nd	1	-27	-11	-189	-10
Iasa	Nd	8	-5	0	-9	0
Ichb	0	-10	0	36	155	8
Kimberly	-97	72	-210	-440	-4,258	-213
Macma	Nd	-3	-1	0	1	0
Maseca	11	-86	-26	-166	368	18
Nutrisa	Nd	-1	0	0	2	0
Parras**	-3	19	-25	1	0	0
QB Industrias	0	0	27	1	119	6
Qumma	Nd	11	-3	2	42	2
San Luis Corporativo	-5	-43	-8	-23	-16	-1
Simec	Nd	-12	-37	150	622	33
Vasconia***	-1	-1	0	1	36	2
Vitro	-2,257	-1,868	-1,345	-107	-17,114	-856

Nc: No cotiza. Nd: No disponible.

*Antes Grupo Durango. **No cotiza desde noviembre de 2008. ***Antes Ecko.

a/ Millones de dólares.

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros reportados a la BMV (2011).

Cuadro Anexo 3.18
Composición del Flujo de Efectivo: Recursos de la Inversión

Empresa	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Total		Promedio
																						a/	b/	1990-2010
Ahimsa	Nd	-1.19	-3.11	-3.53	-13.23	11.76	11.38	12.88	3.52	2.36	3.05	1.70	0.94	-0.77	2.80	3.69	8.95	18.66	24.54	7.59	8.00	100	-2,923.44	-278.42
Alfa	2.39	3.85	-2.68	-2.91	-5.78	5.63	8.75	10.86	11.48	6.01	4.91	2.76	5.81	3.10	-1.26	-10.63	7.63	24.63	8.75	6.25	10.47	100	-7,956.05	-723.28
Bimbo	1.58	2.19	0.20	-1.20	-1.26	3.29	3.12	1.79	5.42	1.57	1.17	2.85	10.88	0.58	1.98	4.47	3.49	6.01	8.49	40.13	3.24	100	-7,322.94	-665.72
Bio-Pappel*	2.93	2.73	2.23	19.19	3.35	1.93	11.15	8.49	7.24	1.46	27.05	4.91	7.86	-6.89	0.45	-1.99	2.09	2.84	0.77	0.94	1.28	100	-1,174.90	-106.81
Cementos Chihuahua	8.37	1.52	-0.52	-1.93	-5.40	2.72	1.47	1.54	1.23	0.93	1.74	13.44	1.52	1.28	1.76	7.46	28.09	13.69	16.89	2.58	1.61	100	-1,858.07	-168.92
Cemex	0.77	0.71	3.39	-0.82	0.21	3.02	3.10	1.75	1.65	2.51	9.22	2.22	4.69	2.91	3.52	10.44	5.35	43.03	5.00	-1.07	-1.59	100	-39,920.74	-3,629.16
CMoctezuma	1.35	1.01	1.21	0.54	1.61	8.49	14.84	5.00	10.37	11.06	7.31	7.36	13.08	25.74	24.33	21.57	9.45	8.92	11.74	-47.53	-37.45	100	-347.16	-31.56
Coca-Cola Femsa	Nd	Nd	-3.47	-3.16	0.64	2.26	2.81	3.93	2.00	1.39	1.39	1.34	2.06	44.06	2.52	3.23	4.69	5.59	10.25	8.28	10.21	100	-6,374.38	-637.44
Gembunidas	0.72	1.41	2.22	6.98	3.03	0.61	2.60	1.08	1.36	2.27	1.88	4.11	3.04	2.99	16.84	5.80	13.49	7.73	8.26	6.26	7.33	100	-750.84	-68.26
Gind. Saltillo	1.79	3.38	-6.93	-7.07	4.60	3.30	2.51	7.56	8.37	5.51	15.55	7.04	9.59	8.30	10.28	8.47	10.53	0.68	4.63	0.96	0.96	100	-940.88	-85.53
GModelo	Nd	Nd	Nd	Nd	-0.48	4.80	3.40	3.82	5.91	4.86	6.16	6.77	4.82	4.71	6.76	6.59	6.83	8.83	10.56	9.58	6.07	100	-6,190.35	-687.82
Gruma	3.37	2.59	7.75	4.88	10.06	2.45	5.66	5.52	8.68	10.82	4.86	1.04	2.22	1.26	4.60	7.56	5.16	2.02	3.77	2.71	3.01	100	-2,693.55	-244.87
Grupo Continental	-4.34	-4.57	-7.00	-6.77	13.85	4.34	5.13	6.80	3.36	6.30	15.35	2.93	8.63	9.45	3.91	4.92	7.88	13.96	8.82	1.30	5.77	100	-537.33	-48.85
Herdez	Nd	3.27	-2.84	Nd	4.65	2.40	3.65	12.47	6.26	6.29	10.69	4.73	8.70	5.47	1.59	11.71	2.84	0.64	0.09	8.69	8.69	100	-299.07	-29.91
Iasa	Nd	7.97	-11.46	-50.01	-37.64	-5.05	-32.09	109.18	-22.38	78.61	-4.42	-0.46	0.00	-7.41	75.64	0.25	-0.23	-0.21	-0.31	0.00	0.00	100	7.16	0.68
Ichb	-0.03	-0.07	-0.21	Nd	0.26	0.24	1.95	0.94	2.82	2.68	0.00	4.74	-1.91	-0.11	9.36	5.31	2.80	3.77	62.27	0.39	4.82	100	-1,287.57	-122.63
Kimberly	3.51	5.58	-11.17	Nd	10.58	9.50	21.13	-1.07	4.85	10.38	9.63	13.94	6.45	5.10	3.65	0.70	-20.03	14.07	8.05	3.52	1.62	100	-1,361.76	-129.69
Macma	Nd	Nd	Nd	87.19	58.20	75.03	64.88	-29.90	13.36	-75.11	2.90	-38.91	-17.22	-6.20	-6.32	-9.21	-17.58	-0.71	-0.42	0.00	0.00	100	-6.83	-0.72
Maseca	5.97	4.23	-8.71	Nd	10.91	7.85	5.26	4.82	8.17	1.45	16.26	0.30	7.47	-0.78	1.10	23.91	4.79	4.09	-5.21	2.64	5.48	100	-492.39	-46.89
Nutrisa	Nd	0.00	Nd	11.54	3.32	0.32	1.59	1.59	0.61	3.67	4.36	2.28	1.44	1.36	2.83	2.06	4.78	8.17	10.39	9.92	29.76	100	-30.24	-3.18
Parras**	1.50	2.15	1.98	3.52	19.33	9.23	0.89	1.52	8.10	33.77	0.50	1.96	2.13	0.80	1.10	2.27	9.65	-0.60	0.19	Nc	Nc	100	-367.75	-36.78
QB Industrias	0.22	0.30	0.22	0.04	0.12	0.04	0.04	0.38	0.57	4.52	60.33	29.27	-0.10	1.51	-0.38	-1.14	0.45	1.25	1.24	1.69	-0.56	100	-177.08	-16.10
Qumma	Nd	Nd	16.58	20.57	14.27	6.04	5.06	7.47	6.97	2.99	9.68	8.47	-0.15	2.77	-3.57	-1.70	-2.45	0.47	2.92	2.42	1.21	100	-82.79	-8.28
San Luis Corporativo	-2.34	2.17	Nd	-6.33	8.55	3.20	14.29	25.62	22.75	5.60	10.72	9.20	-7.54	2.71	2.61	1.54	2.20	2.56	2.50	0.00	0.00	100	-630.65	-60.06
Simec	Nd	Nd	-4.80	-7.37	6.91	1.96	1.55	1.18	-0.48	1.01	0.20	0.50	0.35	0.18	9.87	9.65	-0.10	3.74	69.15	1.43	5.06	100	-1,185.45	-118.54
Vasconia***	0.05	Nd	-2.07	-3.87	1.01	0.29	0.22	3.29	4.19	1.04	3.28	-0.24	1.14	3.02	9.64	1.40	1.09	52.09	8.78	5.23	10.45	100	-57.39	-5.47
Vitro	8.16	11.33	12.17	Nd	11.87	6.76	7.75	2.41	6.61	3.63	5.08	4.45	-1.07	5.10	2.15	2.93	-3.39	8.81	6.53	0.35	-1.62	100	-3,461.33	-329.65

Nc: No cotiza. Nd: No disponible.

*Antes Grupo Durango. **No cotiza desde noviembre de 2008. ***Antes Ecko.

a/ Porcentajes. b/ Millones de dólares.

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros reportados a la BMV (2011).

Cuadro Anexo 3.19
Composición del Flujo de Efectivo en las Crisis: Recursos de la Inversión a/

Empresa	1990	1995	2001	2008	Total	Promedio
					1990-2010	
Ahmsa	Nd	-344	-50	-717	-2,923	-278
Alfa	-190	-448	-220	-696	-7,956	-723
Bimbo	-116	-241	-209	-622	-7,323	-666
Bio-Pappel*	-34	-23	-58	-9	-1,175	-107
Cementos Chihuahua	-156	-50	-250	-314	-1,858	-169
Cemex	-307	-1,207	-884	-1,998	-39,921	-3,629
CMoctezuma	-5	-29	-26	-41	-347	-32
Coca-Cola Femsa	Nd	-144	-85	-653	-6,374	-637
Gembunidas	-5	-5	-31	-62	-751	-68
Gind. Saltillo	-17	-31	-66	-44	-941	-86
GModelo	Nd	-297	-419	-654	-6,190	-688
Gruma	-91	-66	-28	-101	-2,694	-245
Grupo Continental	23	-23	-16	-47	-537	-49
Herdez	Nd	-7	-14	0	-299	-30
Iasa	Nd	0	0	0	7	1
Ichb	0	-3	-61	-802	-1,288	-123
Kimberly	-48	-129	-190	-110	-1,362	-130
Macma	Nd	-5	3	0	-7	-1
Maseca	-29	-39	-1	26	-492	-47
Nutrisa	Nd	0	-1	-3	-30	-3
Parras**	-6	-34	-7	-1	-368	-37
QB Industrias	0	0	-52	-2	-177	-16
Qumma	Nd	-5	-7	-2	-83	-8
San Luis Corporativo	15	-20	-58	-16	-631	-60
Simec	Nd	-23	-6	-820	-1,185	-119
Vasconia***	0	0	0	-5	-57	-5
Vitro	-282	-234	-154	-226	-3,461	-330

Nc: No cotiza. Nd: No disponible.

*Antes Grupo Durango. **No cotiza desde noviembre de 2008. ***Antes Ecko.

a/ Millones de dólares.

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros reportados a la BMV (2011).

Cuadro Anexo 3.20
Total Flujo de Efectivo 1990-2010 a/

Empresa	Operación	Financiamiento	Inversión	Total
Ahmsa	2,555.81	4,125.84	-2,467.00	4,214.65
Alfa	10,569.29	-9,593.60	-6,626.00	-5,650.31
Bimbo	7,460.92	-348.63	-4,147.00	-645.00
Bio-Pappel*	893.93	176.83	-1,149.00	223.00
Cementos Chihuahua	1,666.54	387.97	-1,780.00	691.00
Cemex	37,558.45	4,111.03	-40,982.00	-30.00
CMoctezuma	1,621.96	-729.57	-642.00	-1.01
Coca-Cola Femsa	8,755.21	-664.44	-5,195.00	220.00
Gembunidas	714.49	-15.28	-649.00	-590.00
Gind. Saltillo	1,461.08	-217.80	-923.00	-1.05
GModelo	13,034.90	-5,005.93	-5,221.00	679.00
Gruma	2,657.08	266.80	-2,540.00	902.00
Grupo Continental	2,101.60	-1,042.61	-499.00	-1.29
Herdez	619.42	-184.40	-247.00	-351.00
Iasa	-5.05	-8.75	7.00	-5.00
Ichb	1,431.85	117.22	-1,221.00	222.00
Kimberly	6,214.75	-4,143.40	-1,292.00	299.00
Macma	3.44	1.39	-7.00	-10.00
Maseca	1,158.13	506.13	-452.00	112.00
Nutrisa	28.85	1.85	-18.00	-15.00
Parras**	313.47	0.16	-368.00	-352.00
QB Industrias	57.42	117.28	-175.00	-54.00
Qumma	34.50	41.38	-80.00	-42.00
San Luis Corporativo	652.80	-23.26	-631.00	-568.00
Simec	1,368.81	567.62	-1,108.00	665.00
Vasconia***	4.86	45.47	-48.00	-3.00
Vitro	5,322.04	-17,111.11	-3,505.00	250.00

Nc: No cotiza. Nd: No disponible.

*Antes Grupo Durango. **No cotiza desde noviembre de 2008. ***Antes Ecko.

a/ Millones de dólares.

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros reportados a la BMV (2011).

Cuadro Anexo 3.22
Financiamiento Externo: Bursátil
Deuda

Empresa	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Total		Promedio
								a/	b/	
								1990-2010		
Ahmsa	48.88	6.52	21.98	22.62	0.00	0.00	0.00	100	1,597.86	228.27
Alfa	0.00	0.00	0.00	0.00	-1.47	101.20	0.27	100	750.00	107.14
Bimbo	0.00	0.00	13.46	-1.60	0.00	0.00	88.14	100	912.23	130.32
Bio-Pappel*	27.20	0.00	0.00	0.00	72.80	0.00	0.00	100	710.00	101.43
Cementos Chihuahua	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0	0.00	0.00
Cemex	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0	0.00	0.00
CMoctezuma	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0	0.00	0.00
Coca-Cola Femsa	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0	0.00	0.00
Gembunidas	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0	0.00	0.00
Gind. Saltillo	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0	0.00	0.00
GModelo	30.70	20.22	18.04	31.03	0.00	0.00	0.00	100	1,102.02	157.43
Gruma	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0	0.00	0.00
Grupo Continental	0.00	0.00	0.00	100	0.00	0.00	0.00	100	520.00	74.29
Herdez	100	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100	-3.79	-0.54
Iasa	0.00	100	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100	38.22	5.46
Ichb	0.00	0.00	0.00	100	0.00	0.00	0.00	100	229.03	32.72
Kimberly	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	59.40	40.60	100	798.00	114.00
Macma	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0	0.00	0.00
Maseca	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0	0.00	0.00
Nutrisa	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0	0.00	0.00
Parras**	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0	0.00	0.00
QB Industrias	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0	0.00	0.00
Qumma	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0	0.00	0.00
San Luis Corporativo	0.00	0.00	45.19	54.81	0.00	0.00	0.00	100	-0.02	0.00
Simec	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0	0.00	0.00
Vasconia***	0.00	0.00	100	0.00	0.00	0.00	0.00	100	69.36	9.91
Vitro	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0	0.00	0.00

Nc: No cotiza. Nd: No disponible.

*Antes Grupo Durango. **No cotiza desde noviembre de 2008. ***Antes Ecko.

a/ Porcentajes. b/ Millones de dólares.

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros reportados a la BMV (2011).

Cuadro Anexo 3.23
Financiamiento Externo: Otros Financiamientos
Deuda

Empresa																					Total		Promedio	
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	a/	b/	1990-2010
Ahmsa	Nd	0	-1.45	83.25	0.00	-57.71	36.61	-10.94	42.62	-56.97	55.97	-38.08	9.19	53.83	-16.31	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100	66	3
Alfa	5.86	3.95	3.12	1.86	2.93	2.70	3.60	16.81	-5.95	0.07	0.84	9.70	0.04	6.65	6.47	0.86	4.10	5.25	6.48	22.59	2.07	100	726	35
Bimbo	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-340.61	440.61	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100	3	0
Bio-Pappel*	0.00	52.95	0.00	0.00	Nd	8.82	-6.94	0.80	7.92	1.15	-22.79	-9.74	6.16	9.85	5.10	26.44	13.11	7.16	0.00	0.00	0.00	100	122	6
Cementos Chihuahua	86.73	48.94	-37.16	-6.71	-72.22	23.44	56.98	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100	3	0
Cemex	1.83	9.35	14.94	0.00	0.48	1.21	0.00	0.00	3.27	6.86	18.70	-4.46	-6.78	-8.08	-10.87	8.71	19.34	40.89	0.00	4.62	0.00	100	6843	326
CMoctezuma	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100	2	0
Coca-Cola Femsa	Nd	Nd	143.88	-42.05	0.00	-0.79	-0.34	-1.43	-0.26	-6.51	-1.60	-2.40	7.49	-13.07	-0.49	-0.64	12.92	5.30	0.00	0.00	0.00	100	-617	-32
Gembunidas	0.00	0.00	0.00	42.07	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	57.93	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100	25	1
Gind. Saltillo	0.00	0.00	0.00	0.00	Nd	0.00	0.00	0.00	0.00	22.73	-6.38	25.42	49.07	7.00	2.16	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100	33	2
GModelo	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	-2.74	-11.52	1.67	2.25	2.43	49.59	9.91	39.80	7.55	-46.50	3.59	0.03	43.94	0.00	0.00	0.00	100	-277	-17
Gruma	129.23	0.00	0.00	0.00	Nd	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-14.41	-14.82	0.00	0.00	0.00	100	31	2
Grupo Continental	21.55	7.33	11.30	9.31	0.00	0.34	8.51	2.55	0.28	3.67	10.64	6.93	17.51	0.00	0.08	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100	87	4
Herdez	Nd	100.00	0.00	Nd	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100	-2	0
Iasa	Nd	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	166.63	58.44	-125.07	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100	3	0
Ichb	66.13	100.60	0.00	Nd	0.00	-28.49	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-2.78	-35.46	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100	-34	-2
Kimberly	0.00	0.00	0.00	Nd	Nd	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	14.38	85.62	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100	87	5
Macma	Nd	Nd	Nd	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0	0	0
Maseca	0.00	12.39	26.62	Nd	0.00	3.27	7.94	19.00	-12.58	-4.74	0.00	57.37	0.00	0.00	0.00	0.00	-4.59	-4.69	0.00	0.00	0.00	100	99	5
Nutrisa	Nd	Nd	Nd	199.52	0.00	0.00	0.00	35.89	-39.10	27.74	-93.10	-9.87	-21.08	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100	0	0
Parras**	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0	0	0
QB Industrias	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100	0	0
Quimma	Nd	Nd	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100	-2	0
San Luis Corporativo	0.00	0.00	Nd	0.00	Nd	0.00	0.00	1.84	-0.20	0.00	41.99	0.00	56.36	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100	136	7
Simec	Nd	Nd	2.72	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.19	-0.29	0.00	0.00	-0.06	0.00	0.62	7.96	0.00	0.00	11.27	60.34	17.24	100	151	8
Vasconia***	0.00	Nd	7.73	0.00	28.18	15.32	10.12	0.19	-0.38	0.08	-0.26	2.32	0.32	27.28	9.10	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100	30	2
Vitro	9.54	0.00	0.00	Nd	0.00	50.18	-2.09	2.11	0.00	0.00	0.00	22.00	3.88	0.00	0.00	18.23	-6.37	2.52	0.00	0.00	0.00	100	-105	-5

Nc: No cotiza. Nd: No disponible.

*Antes Grupo Durango. **No cotiza desde noviembre de 2008. ***Antes Ecco.

a/ Porcentajes. b/ Millones de dólares.

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros reportados a la BMV (2011).

Cuadro Anexo 3.24
Financiamiento Externo: Bancario
Amortizaciones

Empresa																					Total		Promedio	
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010 b/	a/	b/	
Ahmsa	Nd	-5.23	-9.09	-38.85	Nd	17.74	33.19	55.34	25.45	8.77	1.08	0.46	0.30	0.53	0.30	6.95	0.06	2.90	0.00	0.00	0.10	100	-2,079.63	-109.45
Alfa	3.08	3.30	-5.14	-7.09	-1.38	7.08	6.79	8.09	6.01	9.22	6.68	6.36	4.25	4.09	6.38	4.62	3.11	15.52	4.83	8.70	5.52	100	-16,766.52	-798.41
Bimbo	0.00	0.00	-0.84	0.00	-0.14	2.51	7.51	10.19	1.57	2.05	2.23	0.00	0.00	6.77	1.74	0.46	0.40	6.00	4.01	26.93	28.61	100	-4,690.65	-223.36
Bio-Pappel*	0.00	0.00	0.00	0.00	Nd	0.00	0.00	0.00	0.00	4.61	1.44	16.98	3.14	3.59	6.88	1.59	9.90	51.87	0.00	0.00	0.00	100	-1,007.35	-50.37
Cementos Chihuahua	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	2.50	4.58	0.00	8.48	13.91	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	3.50	18.84	48.19	100	-228.27	-10.87
Cemex	3.92	10.18	-0.82	-6.39	-0.27	2.75	1.60	0.17	0.00	6.25	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	5.34	62.58	14.70	100	-4,885.07	-232.62
CMoctezuma	5.63	1.10	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	93.27	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100	-7.04	-0.34
Coca-Cola Femsa	Nd	Nd	-11.90	-6.10	0.00	2.38	4.55	3.42	3.31	4.57	1.50	2.02	-1.65	7.51	10.42	8.01	5.43	6.43	32.15	13.73	14.23	100	-1,384.27	-72.86
Gembunidas	0.09	0.40	0.21	1.39	0.00	0.00	0.79	2.42	0.00	12.19	5.90	1.96	4.48	1.48	25.75	9.52	0.00	0.00	0.00	17.30	16.12	100	-254.30	-12.11
Gind. Saltillo	148.38	0.00	-48.38	0.00	Nd	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100	-14.73	-0.74
GModelo	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	0	0.00	0.00
Gruma	7.64	0.02	0.00	-1.51	Nd	8.23	7.77	5.61	3.86	6.44	6.12	7.64	4.94	5.49	8.84	4.21	6.63	6.68	5.37	4.37	1.64	100	-4,321.72	-216.09
Grupo Continental	0.00	-21.06	-65.82	0.00	0.00	40.74	13.91	50.15	32.46	49.09	0.53	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100	-74.30	-3.54
Herdez	Nd	0.00	0.00	Nd	0.00	0.00	6.83	3.40	1.04	19.73	5.39	6.51	9.43	0.00	21.14	21.32	2.29	8.79	0.00	0.00	-5.88	100	-169.96	-8.95
Iasa	Nd	0.00	0.00	36.83	8.39	-257.72	90.51	261.92	87.07	-129.39	119.82	-189.23	-52.98	-83.16	68.08	176.60	-30.37	-6.38	0.00	0.00	0.00	100	-2.26	-0.11
Ichb	21.26	10.55	0.00	Nd	0.00	3.53	0.70	0.75	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	33.24	8.66	0.00	21.31	0.00	0.00	100	-450.44	-22.52
Kimberly	0.93	0.01	0.00	Nd	Nd	0.00	21.73	9.51	0.74	2.51	3.76	0.21	6.27	15.26	3.50	8.12	2.02	2.11	0.43	22.36	0.52	100	-1,162.86	-61.20
Macma	Nd	Nd	Nd	0.00	0.00	21.20	0.00	5.65	6.16	24.17	6.77	5.80	2.51	8.51	4.22	2.30	0.00	0.00	3.18	3.18	6.36	100	-31.46	-1.75
Maseca	57.88	356.01	-455.99	Nd	0.00	57.95	0.00	0.00	0.00	75.22	0.24	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	8.69	100	-115.07	-5.75
Nutrisa	Nd	Nd	Nd	0.00	-11.52	0.00	1.34	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	110.18	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100	-0.44	-0.02
Parras**	0.00	0.29	0.22	0.22	0.00	0.00	4.03	4.02	4.03	17.59	17.22	6.68	7.75	3.68	5.45	2.63	25.45	0.75	0.00	0.00	0.00	100	-458.45	-21.83
QB Industrias	0.00	0.00	0.00	2.67	0.26	0.00	1.62	1.30	0.00	0.00	3.02	27.78	4.48	58.86	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100	-13.12	-0.62
Qumma	Nd	Nd	Nd	Nd	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0	0.00	0.00
San Luis Corporativo	1.19	0.00	Nd	-28.39	0.00	17.65	36.40	5.07	17.67	6.86	1.74	0.00	5.30	0.00	8.39	4.60	5.70	6.12	3.65	4.14	3.90	100	-410.62	-21.61
Simec	Nd	Nd	-2.69	-14.47	0.00	1.23	0.03	0.06	3.82	0.12	4.15	29.18	11.22	6.36	0.36	31.76	8.29	0.00	20.36	0.21	0.00	100	-471.53	-24.82
Vasconia***	2.33	Nd	0.00	0.00	0.00	26.61	0.13	0.00	0.00	0.00	17.28	2.40	5.05	12.51	1.83	6.55	4.81	20.50	0.00	0.00	0.00	100	-49.51	-2.48
Vitro	9.80	10.51	-10.69	Nd	0.00	8.19	10.24	10.63	7.41	7.80	7.54	6.78	4.52	4.17	3.80	5.01	4.53	7.29	0.40	1.02	1.05	100	-18,693.40	-934.67

Nc: No cotiza. Nd: No disponible.

*Antes Grupo Durango. **No cotiza desde noviembre de 2008. ***Antes Ecko.

a/ Porcentajes. b/ Datos a octubre de 2010.

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros reportados a la BMV (2011).

Cuadro Anexo 3.25
Financiamiento Externo: Bursátil
Amortizaciones

Empresa	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010 b/	Total			
																						a/	Promedio b/		
Ahmsa	Nd	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0	0.00	
Alfa	4.23	16.48	-22.28	-21.47	1.06	21.68	19.24	18.30	13.97	7.58	6.37	5.94	0.00	0.24	0.72	0.48	5.55	3.74	2.62	15.55	0.00	0.00	100	-1,299.22	-61.87
Bimbo	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0	0.00	0.00
Bio-Pappel*	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	54.17	45.83	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100	-277.71	-13.89
Cementos Chihuahua	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00	100	14.00	0.67
Cemex	14.29	175.48	-96.33	0.00	-18.35	18.85	6.04	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100	-120.44	-5.74
CMoctezuma	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0	0.00	0.00
Coca-Cola Femsa	Nd	Nd	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0	0.00	0.00
Gembunidas	0.00	80.01	0.00	0.00	19.99	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100	-6.53	-0.31
Gind. Saltillo	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0	0.00	0.00
GModelo	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0	0.00	0.00
Gruma	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0	0.00	0.00
Grupo Continental	-1391.68	-313.08	-196.93	-431.27	0.00	180.33	2252.62	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100	-0.78	-0.04
Herdez	Nd	57.12	-24.52	0.00	0.00	33.39	19.73	14.28	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100	-10.03	-0.53
Iasa	Nd	0.00	0.00	0.00	2.33	13.20	-88.88	91.72	5.73	46.05	18.24	1.18	0.00	1.38	0.00	2.74	3.28	3.01	0.00	0.00	0.00	0.00	100	-5.71	-0.29
Ichb	100.00	0.00	0.00	Nd	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100	0.71	0.04
Kimberly	0.00	0.00	0.00	Nd	Nd	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00	100	-279.00	-14.68
Macma	Nd	Nd	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0	0.00	0.00
Maseca	0.00	0.00	0.00	Nd	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100	-68.61	-3.43
Nutrisa	Nd	Nd	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100	0.11	0.01
Parras**	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	Nc	Nc	0	0.00	0.00
QB Industrias	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0	0.00	0.00
Qumma	Nd	Nd	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0	0.00	0.00
San Luis Corporativo	0.00	0.00	0.00	0.00	Nd	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0	0.00	0.00
Simec	Nd	Nd	0.00	-13.16	0.00	23.21	1.01	1.95	0.00	0.00	14.12	72.62	0.24	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100	-79.71	-4.20
Vasconia***	0.00	0.00	0.00	560.94	0.00	-460.94	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100	0.53	0.03
Vitro	7.99	16.69	-6.50	Nd	0.00	16.70	27.70	26.47	10.96	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100	-1,482.01	-74.10

Nc: No cotiza. Nd: No disponible.

*Antes Grupo Durango. **No cotiza desde noviembre de 2008. ***Antes Ecko.

a/ Porcentajes. b/ Datos a octubre de 2010.

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros reportados a la BMV (2011).

Cuadro Anexo 3.26
Financiamiento Externo: Otros Financiamientos
Amortizaciones

Empresa	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Total		Promedio
																						a/	b/	1990-2010
Ahmsa	Nd	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	5.76	35.54	2.99	2.45	3.21	50.05	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100	-134.37	-6.72
Alfa	5.36	4.12	-7.15	-3.61	0.91	3.36	5.39	12.16	2.10	6.63	3.39	3.65	-0.89	3.60	18.47	12.48	0.52	10.94	5.17	5.35	8.03	100	-560.44	-26.69
Bimbo	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0	0.00	0.00
Bio-Pappel*	0.00	0.00	0.00	0.00	Nd	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.99	1.16	0.00	97.51	0.00	0.34	0.00	0.00	0.00	100	-343.49	-17.17
Cementos Chihuahua	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-5.14	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	105.14	100	0.95	0.05
Cemex	0.37	3.25	0.00	-5.22	-11.04	20.19	22.91	16.30	25.93	21.16	0.34	6.55	-9.20	-9.23	4.62	16.00	-4.49	1.56	0.00	0.00	0.00	100	-3,431.13	-163.39
CMoctezuma	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0	0.00	0.00
Coca-Cola Femsa	Nd	Nd	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0	0.00	0.00
Gembunidas	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100	-1.55	-0.07
Gind. Saltillo	0.00	0.00	0.00	0.00	Nd	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0	0.00	0.00
GModelo	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0	0.00	0.00
Gruma	0.00	0.00	0.00	1.19	Nd	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	98.81	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100	36.01	1.80
Grupo Continental	-2.31	-1.81	-0.37	0.00	0.00	33.44	8.46	3.95	6.22	2.25	8.69	22.70	5.89	3.10	0.44	0.29	1.39	7.67	0.00	0.00	0.00	100	-85.05	-4.05
Herdez	Nd	0.00	0.00	Nd	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0	0.00	0.00
Iasa	Nd	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	62.31	0.00	37.69	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100	-0.16	-0.01
Ichb	-21.64	-26.87	-6.18	Nd	0.00	8.53	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	146.17	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100	-98.06	-4.90
Kimberly	0.00	0.00	0.00	Nd	Nd	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	44.90	55.10	0.00	0.00	0.00	100	-84.07	-4.42
Macma	Nd	Nd	Nd	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	35.99	79.16	46.32	0.00	-61.47	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100	1.17	0.06
Maseca	0.00	0.00	0.00	Nd	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100	-74.76	-3.74
Nutriza	Nd	Nd	Nd	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100	-0.26	-0.01
Parras**	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	36.39	7.16	0.00	0.00	0.00	7.80	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	48.65	0.00	0.00	Nc	Nc	100	-87.89	-4.19
QB Industrias	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100	0.00	0.00
Qumma	Nd	Nd	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0	0.00	0.00
San Luis Corporativo	0.00	76.95	Nd	0.00	Nd	0.00	0.00	0.00	0.00	5.09	2.68	3.46	2.17	2.94	3.35	1.78	1.57	0.00	0.00	0.00	0.00	100	-19.06	-1.00
Simec	Nd	Nd	0.00	-2.01	0.00	5.25	0.00	0.22	1.23	0.00	-0.06	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	11.39	9.41	2.41	43.30	28.87	100	-124.72	-6.56
Vasconia***	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0	0.00	0.00
Vitro	100.00	0.00	0.00	Nd	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100	-205.72	-10.29

Nc: No cotiza. Nd: No disponible.

*Antes Grupo Durango. **No cotiza desde noviembre de 2008. ***Antes Ecko.

a/ Porcentajes. b/ Millones de dólares.

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros reportados a la BMV (2011).

Cuadro Anexo 3.27
Financiamiento Interno
Dividendos

Empresa																					Total		Promedio	
																					a/	b/		
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	1990-2010		
Ahmsa	Nd	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0	0.00	0.00
Alfa	-16.34	-20.01	-14.30	-12.94	-5.56	4.50	10.47	12.54	24.44	6.20	11.18	7.10	3.99	6.31	9.44	8.44	19.24	11.11	10.29	8.47	15.43	100	-661.06	-31.48
Bimbo	0.96	-6.88	-1.25	-2.27	-1.80	1.52	1.70	1.94	4.76	-14.07	4.10	60.10	3.68	2.73	10.70	3.83	8.39	5.88	5.33	4.96	5.69	100	-826.24	-39.34
Bio-Pappel*	0.00	0.00	0.00	4.02	31.79	0.00	14.61	0.00	0.00	0.08	49.51	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100	412.54	19.64
Cementos Chihuahua	0.00	-60.60	-5.86	-6.44	-4.08	3.96	5.55	6.75	6.56	7.73	9.55	12.26	12.18	12.70	13.85	18.04	20.81	24.49	22.55	0.00	0.00	100	-57.66	-2.75
Cemex	0.57	0.66	-2.46	-3.53	-2.59	-11.60	-3.45	4.46	0.93	6.72	0.68	11.38	12.61	12.85	12.97	17.28	20.01	21.92	0.58	0.00	0.00	100	-2,772.82	-132.04
CMoctezuma	0.00	0.00	0.00	0.00	-4.12	0.00	0.00	0.00	1.39	0.04	1.70	2.60	2.47	2.81	5.70	6.49	24.09	7.32	25.73	14.04	9.73	100	-719.14	-34.24
Coca-Cola Femsa	Nd	Nd	-0.97	-1.31	0.93	0.60	0.83	1.70	1.99	2.33	3.12	4.17	7.17	0.00	6.11	7.56	8.37	9.62	8.60	13.02	26.17	100	-791.13	-41.64
Gembunidas	0.00	0.00	8.42	2.71	1.64	0.88	1.22	19.77	2.15	3.19	4.61	4.70	5.76	6.10	0.00	5.04	6.65	7.89	6.09	3.04	10.14	100	-98.60	-4.70
Gind. Saltillo	11.88	0.65	-8.01	-5.29	8.79	2.56	10.24	12.90	15.63	8.50	11.44	-1.44	8.10	4.03	4.12	0.38	2.08	13.43	0.00	0.00	0.00	100	-384.56	-18.31
GModelo	Nd	Nd	-0.16	-3.70	-4.07	0.63	0.74	1.00	3.73	0.82	1.92	1.28	2.38	4.80	7.55	9.49	11.09	18.23	18.39	5.89	19.99	100	-4,551.39	-239.55
Gruma	5.82	7.73	-6.23	-5.42	-2.24	1.15	2.14	2.73	1.49	1.42	0.59	11.89	2.48	11.14	12.62	13.13	16.05	14.94	1.30	3.38	3.90	100	-384.61	-18.31
Grupo Continental	-0.06	0.92	-1.75	-1.23	1.03	0.89	1.08	1.28	1.27	2.40	3.53	3.82	5.13	4.65	7.88	22.84	11.33	7.99	9.79	7.79	9.42	100	-1,103.58	-52.55
Herdez	Nd	4.52	-14.38	-5.23	4.33	0.00	2.10	2.10	4.54	-18.48	5.61	10.39	9.33	6.57	2.08	6.56	24.45	14.58	10.12	11.88	18.93	100	-227.21	-11.36
Iasa	Nd	0.00	0.00	-4.53	61.85	42.68	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100	9.10	0.46
Ichb	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	75.51	0.00	9.26	15.23	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100	61.72	2.94
Kimberly	2.44	3.13	-2.95	-2.93	2.95	2.56	-3.80	4.62	6.55	5.37	5.96	6.80	6.40	5.91	6.13	6.93	15.02	7.85	6.22	6.93	7.92	100	-3,535.80	-168.37
Macma	Nd	Nd	Nd	21.58	82.67	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-4.25	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100	9.27	0.52
Maseca	-3.24	7.08	-3.25	-3.68	3.44	2.86	4.28	5.11	3.32	3.23	2.23	15.00	2.05	3.38	4.96	5.40	8.96	5.49	4.17	13.97	15.24	100	-551.36	-26.26
Nutrisa	Nd	Nd	Nd	52.10	122.15	-24.06	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-19.95	0.00	0.00	0.00	-30.24	0.00	0.00	0.00	100	1.54	0.09
Parras**	-5.46	-2.16	-4.48	8.00	35.72	42.96	0.00	0.00	-1.67	27.14	-0.03	-0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100	60.99	2.90
QB Industrias	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	73.43	26.57	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100	114.44	5.45
Qumma	Nd	Nd	-1.58	9.56	33.82	-0.59	37.35	25.23	-2.81	-0.80	-0.13	-0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100	47.46	2.50
San Luis Corporativo	0.00	-41.15	Nd	-2.55	44.79	6.06	19.78	43.22	29.59	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.26	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100	-47.05	-2.35
Simec	Nd	Nd	9.41	0.00	13.48	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	77.11	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100	225.90	11.89
Vasconia***	0.00	Nd	24.56	0.00	0.00	82.95	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	3.74	0.00	0.00	-1.92	-2.00	-2.95	-4.38	0.00	0.00	0.00	100	11.50	0.57
Vitro	22.23	-38.07	-29.46	-31.36	29.07	9.73	6.21	14.07	19.28	25.28	23.17	13.37	8.39	5.19	5.03	4.14	3.53	4.83	4.89	0.24	0.24	100	-408.66	-19.46

Nc: No cotiza. Nd: No disponible.

*Antes Grupo Durango. **No cotiza desde noviembre de 2008. ***Antes Ecko.

a/ Porcentajes. b/ Millones de dólares.

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros reportados a la BMV (2011).

Cuadro Anexo 3.28
Financiamiento Interno Otros

Empresa	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Total		Promedio
																						a/	b/	
																						1990-2010		
Ahmsa	0.00	88.68	0.00	56.30	0.00	0.00	0.00	-10.15	-13.15	-23.88	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	2.20	0.00	0.00	100	90.83	4.33
Alfa	33.20	41.44	4.99	-12.68	-15.76	5.52	-31.13	8.17	0.93	-17.21	0.22	5.67	1.70	2.87	29.89	15.80	10.24	0.00	-0.63	2.31	14.47	100	-953.50	-45.40
Bimbo	0.00	0.00	0.00	0.00	90.62	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	9.38	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100	90.70	4.32
Bio-Pappel*	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	99.70	0.20	0.10	0.00	0.00	0.00	100	307.89	14.66
Cementos Chihuahua	0.00	0.00	90.74	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.89	3.75	1.25	2.23	1.14	0.00	0.00	0.00	100	75.44	3.59
Cemex	0.00	0.00	12.68	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	4.39	0.00	6.01	5.61	7.69	7.89	8.95	11.61	12.19	0.00	22.97	0.00	100	4,785.35	227.87
CMoctezuma	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0	0.00	0.00
Coca-Cola Femsa	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	95.59	4.41	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100	914.26	43.54
Gembunidas	0.00	0.00	33.23	23.75	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	43.02	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100	42.65	2.03
Gind. Saltillo	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100	0.60	0.03
GModelo	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0	0.00	0.00
Gruma	1.48	5.18	1.72	-1.32	8.19	-1.00	39.01	1.91	0.98	14.40	-3.14	0.00	-1.61	3.85	3.25	-0.83	12.84	-0.95	16.48	-0.22	-0.22	100	928.46	44.21
Grupo Continental	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100	5.38	0.26
Herdez	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0	9.72	0.51
Iasa	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0	0.00	0.00
Ichb	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	33.12	6.80	60.09	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100	292.22	14.61
Kimberly	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	3.65	9.36	9.99	16.23	10.16	9.82	5.38	7.10	6.16	9.23	12.91	0.00	0.00	0.00	100	-716.40	-35.82
Macma	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100	0.33	0.02
Maseca	0.00	0.00	185.67	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-42.83	100	4.67	0.23
Nutrisa	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0	0.00	0.00
Parras**	0.00	0.00	0.00	13.31	4.31	0.00	0.00	0.00	-0.33	0.00	0.00	0.00	38.88	1.84	0.00	0.00	41.99	0.00	0.00	0.00	0.00	100	110.58	5.27
QB Industrias	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0	0.00	0.00
Qumma	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0	0.00	0.00
San Luis Corporativo	0.00	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100	-5.96	-0.30
Simec	0.00	0.00	0.00	10.80	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	6.07	7.15	4.92	0.00	2.61	49.65	18.81	0.00	0.00	100	446.68	21.27
Vasconia***	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	50.15	49.85	0.00	0.00	100	44.18	2.21
Vitro	0.00	0.00	53.82	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.45	0.00	0.00	0.44	40.39	0.00	4.91	0.00	0.00	100	142.66	7.13

Nc: No cotiza. Nd: No disponible.

*Antes Grupo Durango. **No cotiza desde noviembre de 2008. ***Antes Ecko.

a/ Porcentajes. b/ Millones de dólares.

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros reportados a la BMV (2011).

Cuadro Anexo 3.29
Instrumentos Financieros Derivados a/

Empresa	<i>Corto Plazo</i>						<i>Largo Plazo</i>					
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Ahmsa	25	0	0	7	1	0	0	0	0	4	1	0
Alfa	0	11	6	6	35	55	0	0	0	19	2	9
Bimbo	0	0	8	15	14	6	0	0	0	0	0	0
Cementos Chihuahua	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0
Cemex	95	56	192	192	204	690	430	512	461	578	498	122
Coca-cola Femsa	15	15	18	29	2	1	3	2	1	0	0	0
Gind. Saltillo	25	4	2	0	0	1	0	0	0	1	0	0
Gruma	0	22	6	1	4	12	0	0	0	0	0	0
Ichb	7	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kimberly	0	0	0	0	0	0	0	0	4	1	0	0
Maseca	0	0	0	0	1	1	0	0	0	0	0	0
Simec	5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Vitro	8	31	39	0	0	5	0	0	0	0	0	0

a/ Millones de Dólares.

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros reportados a la BMV (2011).

Cuadro Anexo 3.30
EBIT

Empresa	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Total	
																						a/	b/
Ahmsa	Nd	-0.37	-0.12	0.07	1.42	7.77	9.64	9.09	8.36	4.55	5.82	-6.68	-5.05	-6.25	18.12	16.67	15.93	16.54	3.08	0.41	1.01	100	20,488
Alfa	1.18	1.20	0.78	0.57	1.67	4.85	6.36	7.23	7.84	7.51	7.23	5.08	6.19	6.42	7.23	9.00	8.09	8.87	0.58	0.92	1.20	100	72,823
Bimbo	0.77	0.67	0.92	1.11	1.89	1.49	2.56	3.57	4.88	5.77	6.82	6.76	5.95	6.87	8.58	10.86	12.17	13.29	1.10	1.91	2.06	100	48,215
Bio-Pappel*	0.28	0.22	0.19	0.16	1.65	5.94	7.72	8.12	10.31	11.21	14.61	10.93	5.34	3.41	4.93	4.12	9.40	0.65	-0.09	0.48	0.41	100	8,950
Cementos Chihuahua	0.29	0.48	0.54	0.40	0.89	1.42	2.29	2.48	4.45	5.21	6.21	7.56	7.37	7.52	7.67	10.55	14.85	17.52	0.98	0.84	0.49	100	12,363
Cemex	0.26	0.56	0.73	0.98	1.89	2.06	2.53	3.33	4.52	5.58	6.56	6.81	6.29	7.19	8.33	12.04	14.47	14.12	0.82	0.53	0.38	100	229,813
Cmoctezuma	0.04	0.14	0.23	0.22	0.23	0.28	0.75	1.20	3.23	4.40	7.34	7.19	8.21	9.32	10.41	12.24	15.04	16.10	1.09	1.17	1.16	100	14,598
Coca-Cola Femsa	0.00	0.00	0.96	0.40	0.89	0.61	0.96	1.83	2.33	3.05	4.37	5.51	6.69	10.14	11.61	13.31	14.84	17.20	1.49	1.82	2.00	100	66,554
G.B. Industrias	-0.77	0.00	0.38	1.53	1.92	-0.77	-0.77	-0.77	0.38	-0.38	-0.38	5.75	13.03	21.07	33.72	8.81	15.71	0.00	0.00	0.38	1.15	100	-261
Gembunidas	0.23	0.89	1.60	1.47	2.18	1.19	2.49	2.74	3.98	5.68	6.92	8.47	10.32	10.20	11.84	12.25	15.19	0.00	0.94	1.04	0.38	100	3,943
Gmodelo	0.00	0.00	0.46	0.55	1.52	1.37	1.82	2.66	3.64	4.75	6.08	6.27	7.52	8.67	10.49	10.99	12.96	16.42	1.11	1.33	1.40	100	125,359
Gruma	1.25	1.00	1.48	2.13	2.94	3.09	5.12	4.42	5.35	1.96	4.36	5.15	8.62	9.37	10.29	8.75	10.06	10.45	1.32	1.62	1.28	100	17,938
Grupo Continental	0.41	0.71	0.61	1.07	1.66	2.42	3.57	4.78	6.71	7.85	9.47	9.82	10.26	8.95	8.91	9.34	10.66	0.00	0.89	0.97	0.93	100	18,623
Grupo Saltillo	0.94	1.15	1.20	1.15	2.51	4.40	6.83	8.22	11.07	12.99	9.36	8.92	8.52	6.34	6.26	2.80	4.42	0.00	1.07	0.87	0.99	100	10,342
Herdez	1.38	1.50	2.03	1.44	2.42	2.16	2.52	3.41	4.27	6.23	7.61	6.17	7.09	4.72	6.04	11.49	12.77	12.73	0.89	1.41	1.75	100	6,954
Iasa	0.00	15.54	21.76	9.33	9.84	4.15	12.95	15.54	4.66	16.06	17.10	1.04	2.59	1.55	-8.81	-8.81	-5.70	-5.18	-0.52	-1.55	-1.55	100	193
Ihcb	-0.01	-0.12	0.01	0.13	0.25	0.46	1.45	2.32	3.37	3.51	3.39	1.51	3.16	5.06	16.53	12.94	24.20	18.94	2.10	-0.12	0.93	100	13,588
Kimberly	0.94	1.17	1.15	1.53	2.85	3.08	4.16	4.79	6.18	7.46	8.29	7.96	7.66	7.29	7.86	7.80	9.36	9.17	0.38	0.43	0.49	100	61,390
Macma	0.00	0.00	0.00	23.73	16.95	16.95	6.78	23.73	20.34	1.69	1.69	0.00	1.69	1.69	1.69	-15.25	-3.39	3.39	-1.69	0.00	0.00	100	59
Maseca	1.96	1.91	2.09	3.14	4.68	5.75	9.22	6.58	8.20	3.79	5.42	5.45	5.24	4.07	4.66	7.17	8.50	8.12	1.09	1.37	1.60	100	9,684
Nutrisa	0.00	0.00	0.00	3.81	1.90	0.00	1.90	0.00	2.86	9.52	9.52	1.90	-3.81	-3.81	0.00	-2.86	28.57	31.43	3.81	6.67	8.57	100	105
Parras**	3.00	2.10	4.10	3.20	0.10	11.00	8.20	12.90	24.50	4.50	12.10	4.70	20.60	10.90	-0.30	-19.70	-3.40	1.60	-0.10	Nc	Nc	100	1,000
Qumma	0.00	0.00	6.58	11.24	30.82	20.06	11.40	8.67	-5.46	3.85	-12.04	-2.73	7.22	2.57	0.64	3.21	5.78	2.25	1.61	2.09	2.25	100	623
San Luis Corporativo	0.03	0.20	0.54	0.64	1.70	5.70	7.11	6.91	9.32	12.07	11.27	4.66	6.37	6.86	4.71	6.17	5.43	7.55	0.91	0.87	0.98	100	5,947
Simec	0.00	0.00	0.69	0.71	0.81	1.95	2.22	2.43	2.95	3.04	2.23	1.54	2.19	4.22	15.53	13.44	25.06	18.73	1.93	-0.51	0.84	100	11,658
Vasconia***	-0.17	2.20	1.53	0.68	-2.20	-0.51	5.08	5.25	5.76	6.10	5.08	5.93	5.76	7.80	7.63	8.98	12.20	17.46	1.53	2.03	1.86	100	590
Vitro	2.64	3.08	2.68	2.89	4.26	6.70	6.93	8.65	9.92	9.36	8.18	5.32	4.94	4.52	3.49	4.08	4.95	6.57	0.30	0.25	0.26	100	41,180

Nc: No cotiza. Nd: No disponible.

*Antes Grupo Durango. **No cotiza desde noviembre de 2008. ***Antes Ecko.

a/ Porcentajes. b/ Millones de dólares.

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros reportados a la BMV (2011).

Cuadro Anexo 3.31
ROE

Empresa	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Total	
																						a/	b/
Ahmsa	Nd	-3.14	0.63	-0.19	9.27	-2.47	-12.73	-4.21	7.91	-7.57	123.10	-12.92	-6.69	-9.01	119.48	-59.44	-14.15	-9.46	-12.46	-2.16	-3.78	100	-4.80
Alfa	3.42	5.45	4.46	6.87	-8.70	7.41	12.42	9.12	2.83	6.41	4.85	0.15	1.85	1.86	11.10	11.32	5.84	3.67	1.12	2.43	6.13	100	2.98
Bimbo	12.05	7.13	3.61	-1.73	1.55	1.54	4.26	4.07	4.46	5.82	5.70	6.62	3.43	3.09	7.10	6.26	5.91	5.06	4.79	4.87	4.43	100	3.89
Bio-Pappel*	1.38	2.87	2.48	0.50	-37.73	9.28	34.44	13.60	1.34	18.61	5.89	5.04	27.49	8.34	-0.14	-0.36	0.06	0.84	1.07	-2.65	7.65	100	8.71
Cementos Chihuahua	3.55	5.71	-1.66	7.28	4.43	3.70	3.89	3.02	4.85	4.94	8.58	6.86	6.30	6.15	5.65	6.15	8.19	6.48	4.21	1.48	0.25	100	3.05
Cemex	3.53	5.04	3.06	7.21	3.05	3.59	10.29	7.27	7.08	5.98	7.06	6.98	3.40	3.89	6.13	6.65	5.24	4.53	2.89	0.24	-3.11	100	6.21
Cmoctezuma	1.41	3.40	3.81	3.08	6.69	2.30	2.95	4.24	7.75	6.23	8.10	6.00	6.06	5.36	4.76	3.93	5.62	4.95	4.52	4.89	3.95	100	4.67
Coca-Cola Femsa	Nd	Nd	5.48	13.16	5.84	8.13	7.98	5.76	4.20	4.53	11.25	6.87	5.53	3.01	4.20	2.80	2.36	2.47	2.19	2.05	2.20	100	8.80
Continental Grupo	3.29	5.59	1.27	7.37	3.20	5.36	6.32	5.99	6.16	4.94	5.35	4.77	4.57	3.64	3.26	4.38	5.41	4.80	5.06	4.87	4.41	100	4.56
Gembunidas	4.31	7.30	4.49	2.38	3.27	3.69	4.01	8.21	4.90	6.21	7.96	6.25	4.94	5.37	5.46	4.90	4.81	4.55	3.34	2.94	0.73	100	5.14
Gind Saltillo	7.80	9.13	0.41	9.36	1.02	5.00	11.27	11.61	13.67	14.02	10.93	7.00	3.18	2.71	5.58	1.57	3.16	4.03	0.10	-27.48	5.93	100	2.63
Gmdelo	Nd	Nd	3.18	3.16	4.97	5.09	5.66	5.77	6.25	5.55	6.76	5.65	5.16	4.97	5.08	5.11	5.25	6.52	5.90	4.90	5.09	100	5.14
Gruma	-19.30	-5.46	-3.93	-5.24	-1.37	-13.39	4.61	2.09	0.92	-0.18	0.28	0.33	0.44	0.37	0.54	0.76	1.27	2.47	0.01	-7.27	142.07	100	-39.77
Herdez	Nd	9.99	6.51	4.71	-31.24	3.03	5.57	5.13	3.27	4.98	7.49	6.26	6.89	4.01	3.46	8.83	11.74	9.58	10.85	8.92	10.02	100	6.49
Iasasa	Nd	10.87	10.45	-4.38	-13.27	48.08	13.55	4.41	2.88	1.87	-0.64	0.24	1.86	1.28	8.99	2.37	1.04	1.81	2.50	3.43	2.66	100	4.34
Ichb	-0.04	1.53	2.11	2.01	2.07	6.01	16.87	9.27	8.95	2.58	8.24	-16.32	10.67	11.38	11.22	6.89	6.93	3.83	5.02	-1.08	1.88	100	5.34
Kimberly	2.21	2.48	2.33	3.29	1.43	2.20	3.70	3.49	3.16	4.48	7.43	7.17	6.05	5.52	7.71	3.01	5.56	5.90	7.34	7.43	8.11	100	12.40
Macma	Nd	Nd	Nd	9.31	3.21	12.44	2.53	-1.98	6.14	3.07	2.56	2.31	1.28	1.70	26.24	25.12	0.80	-13.66	7.81	6.36	4.77	100	5.24
Maseca	11.78	14.13	16.85	14.67	4.58	5.13	5.28	3.24	2.63	1.54	1.82	2.13	1.94	1.60	1.91	2.26	2.08	2.21	1.33	1.50	1.39	100	9.80
Nitrisa	Nd	Nd	Nd	1.18	7.59	1.01	-3.40	-0.06	-1.16	74.86	8.80	1.39	0.87	-0.24	0.14	2.00	2.47	0.98	0.83	1.52	1.21	100	32.93
Parras**	-2.01	-1.64	-2.58	-2.05	7.44	-3.19	77.14	47.02	-12.13	-1.31	-0.87	-0.40	-0.70	-0.46	0.13	-2.07	-1.54	-0.31	-0.45	Nc	Nc	100	-16.21
Q. B. Industrias	-4.16	6.40	-2.98	14.48	15.65	-4.72	-1.63	-1.43	4.54	-0.68	1.90	0.63	14.83	16.33	5.51	4.12	3.73	9.07	8.23	5.61	4.58	100	0.65
Qumma	Nd	Nd	17.25	11.66	7.26	-3.50	-3.84	2.57	54.86	7.17	4.14	2.00	0.55	-0.07	-0.05	-0.06	-0.08	-0.09	-0.09	0.33	0.00	100	4.79
Sanluiscorporativo	0.07	-0.43	0.20	1.42	13.27	82.24	1.50	1.51	0.67	-1.95	-0.17	-0.03	0.09	-0.02	0.02	0.00	0.15	0.68	0.77	0.50	-0.48	100	115.94
Simec	Nd	Nd	-1.59	-2.22	-6.79	1.79	-3.72	-2.89	1.42	-5.95	-5.17	149.84	-3.26	-3.24	-5.83	-3.73	-4.06	-2.13	-2.71	1.25	-1.02	100	-9.94
Vasconia***	-2.09	Nd	8.75	42.21	61.38	9.10	-2.38	-2.42	0.43	-1.29	-1.15	-1.30	-1.47	-2.30	-2.35	-2.98	-6.30	-15.85	7.84	7.53	4.65	100	5.20
Vitro	-7.50	-4.86	-10.82	2.20	7.41	-4.41	115.82	-34.51	11.48	-50.05	60.55	20.85	4.10	-7.64	-0.90	2.88	3.86	1.74	-6.78	-2.97	-0.45	100	-2.91

Nc: No cotiza. Nd: No disponible.

*Antes Grupo Durango. **No cotiza desde noviembre de 2008. ***Antes Ecko.

a/ Porcentajes. b/ Millones de dólares.

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros reportados a la BMV (2011).

Cuadro Anexo 3.32
ROA

Empresa	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Total		Promedio
																						a/	b/	1990-2010
Ahmsa	Nd	-40.67	-4.19	1.00	-43.10	9.65	57.04	16.10	-20.73	14.73	12.93	-19.23	-11.79	-21.32	40.21	25.54	15.65	17.73	36.89	7.16	6.37	100	0.25	0.01
Alfa	6.78	8.44	2.59	2.54	-8.18	7.79	14.36	10.29	2.40	6.53	3.49	0.79	2.83	1.80	7.13	18.25	10.31	5.29	-12.71	2.78	6.51	100	0.67	0.03
Bimbo	0.00	5.47	6.28	25.29	16.63	1.22	3.19	3.24	2.84	3.89	3.57	3.14	1.33	1.40	3.47	3.47	3.78	3.80	3.33	2.78	1.88	100	2.21	0.11
Bio-Pappel*	-28.75	-26.81	-26.46	-9.53	211.33	-56.28	-177.21	-124.69	-10.84	-122.19	-108.06	-56.40	302.50	307.21	-6.32	-17.81	7.31	44.89	187.71	-155.12	-34.48	100	1.43	0.07
Cementos Chihuahua	5.12	8.19	6.30	4.65	4.41	3.70	3.83	3.03	5.11	5.31	6.70	4.82	4.83	5.09	5.73	6.23	6.97	5.89	3.03	1.01	0.07	100	1.24	0.06
Cemex	3.46	9.24	5.88	5.23	3.83	7.30	7.90	5.98	6.17	6.59	5.10	5.84	2.62	3.16	6.05	6.34	6.38	3.87	0.29	0.19	-1.44	100	2.69	0.13
CMoctezuma	1.20	2.17	2.74	2.48	3.99	1.78	2.23	3.51	7.02	6.26	7.11	5.74	6.33	6.21	5.94	4.85	6.74	6.07	7.73	5.96	3.93	100	0.41	0.02
Coca-Cola Femsa	Nd	Nd	4.52	7.44	4.23	3.76	4.57	5.14	3.90	5.62	7.52	9.87	9.94	2.36	5.12	4.28	4.21	5.06	3.65	4.92	3.93	100	1.25	0.06
Gembunidas	5.80	10.42	7.09	3.58	4.44	4.72	5.03	12.45	3.81	5.50	5.41	4.62	3.28	4.33	3.44	3.47	3.59	3.81	2.70	2.51	0.00	100	1.36	0.07
Gind. Saltillo	8.34	8.71	9.34	7.21	1.48	5.93	12.93	11.36	13.23	15.17	8.22	5.72	2.42	1.99	3.79	0.72	1.70	3.44	-20.03	-3.70	2.05	100	0.59	0.03
GModelo	Nd	Nd	3.15	3.12	4.08	3.85	4.54	4.81	5.42	5.37	5.28	5.13	5.33	5.52	6.17	6.66	7.00	6.99	6.26	5.39	5.95	100	2.28	0.11
Gruma	12.97	11.25	7.91	14.66	5.82	21.40	14.96	4.50	4.09	-2.29	1.79	2.55	3.05	3.56	6.24	7.53	8.58	11.21	-47.16	5.91	1.48	100	-0.07	0.00
Grupo Continental	1.29	3.15	2.37	1.15	1.69	3.09	3.95	4.84	6.02	5.53	5.47	6.18	6.37	5.16	4.74	5.91	7.51	6.70	7.45	6.86	4.58	100	0.94	0.04
Herdez	Nd	9.92	8.22	5.19	2.28	4.89	6.35	5.87	3.38	3.81	3.62	2.59	2.57	0.96	-0.20	5.21	5.73	5.14	8.26	9.65	6.56	100	1.28	0.06
Iasa	Nd	Nd	-3.59	2.83	7.59	10.14	6.39	4.38	3.63	3.34	-1.17	1.14	5.17	4.33	11.13	4.65	3.22	5.07	10.90	14.75	6.11	100	-0.80	-0.04
Icbh	0.00	-3.68	6.01	5.53	2.41	6.40	9.25	8.94	11.66	6.20	4.63	2.00	3.59	5.40	9.45	5.58	7.25	4.14	4.45	-1.39	2.18	100	1.46	0.07
Kimberly	4.83	5.17	4.35	4.64	2.73	3.91	5.45	5.23	4.42	5.37	5.39	4.83	3.74	3.21	4.26	4.29	5.82	5.89	5.03	5.65	5.79	100	2.71	0.13
Macma	Nd	Nd	Nd	-15.71	-8.40	-17.41	0.00	0.00	15.03	8.52	17.53	26.35	9.73	23.16	0.00	11.53	0.00	-11.58	14.98	13.68	12.58	100	1.57	0.08
Maseca	8.33	6.75	5.32	5.53	5.08	7.91	8.61	5.79	4.89	3.32	3.04	3.16	2.92	2.50	3.04	3.39	3.48	3.48	5.19	5.01	3.28	100	-0.32	-0.02
Nutrisa	Nd	Nd	Nd	17.72	0.00	0.00	0.00	0.00	10.39	8.26	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	11.31	4.61	10.92	18.91	17.88	100	1.77	0.08
Parras**	-11.96	-7.05	-11.28	-7.18	11.34	-1.13	-5.34	-4.72	-2.57	1.22	3.89	2.10	5.07	3.18	-0.95	32.84	66.72	16.87	8.94	Nc	Nc	100	1.02	0.06
QB Industrias	0.00	0.00	0.00	17.92	13.61	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.99	0.00	6.15	9.64	5.05	5.09	4.82	13.63	11.87	4.96	6.27	100	-0.84	-0.04
Qumma	Nd	Nd	-98.30	-97.30	-97.28	35.83	22.56	-14.24	155.38	48.71	66.39	56.52	20.14	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	11.13	-9.54	100	-1.10	-0.05
San Luis Corporativo	-24.03	19.61	Nd	Nd	117.41	-40.55	-72.40	-42.19	11.43	-58.57	-16.08	-9.94	13.07	-2.28	6.42	2.13	21.97	110.84	56.85	39.49	-33.18	100	-0.12	-0.01
Simec	Nd	Nd	7.76	6.08	-17.64	-5.45	9.19	5.99	-2.86	11.71	-1.06	6.58	2.89	6.47	20.89	11.71	16.05	8.90	7.76	-1.62	6.64	100	-0.13	-0.01
Vasconia***	-9.74	Nd	8.04	-4.01	-50.26	-20.61	6.72	14.45	0.00	6.55	6.22	5.95	6.21	11.83	10.26	14.16	18.22	13.34	13.32	29.40	19.95	100	0.75	0.04
Vitro	-25.92	-21.13	-18.07	-16.78	25.78	-9.26	91.75	-39.79	12.01	-10.10	-5.20	-2.41	0.34	8.99	4.66	-0.87	-6.94	0.17	78.76	11.84	22.17	100	-0.20	-0.01

Nc: No cotiza. Nd: No disponible.

*Antes Grupo Durango. **No cotiza desde noviembre de 2008. ***Antes Ecko.

a/ Porcentajes. b/ Millones de dólares.

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros reportados a la BMV (2011).

Cuadro Anexo 3.33

Financiarización

Empresa	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Total	Promedio
																						1990-2010	
Ahmsa	Nd	-1.24	-3.50	13.20	0.75	0.25	0.14	0.08	0.11	0.10	0.09	-0.03	-0.05	-0.04	0.03	0.06	0.09	0.11	0.03	0.26	0.06	10.49	0.52
Alfa	0.60	0.41	1.00	0.79	0.28	0.26	0.14	0.09	0.08	0.08	0.10	0.11	0.04	0.03	0.03	0.08	0.24	0.08	0.11	0.09	0.02	4.68	0.22
Bimbo	Nd	0.35	0.42	-0.35	0.05	0.20	0.04	0.03	0.03	0.05	0.13	0.07	0.10	0.02	0.03	0.06	0.07	0.05	0.04	0.04	0.05	1.48	0.07
Bio-Pappel*	0.63	1.67	2.60	0.20	0.18	0.10	0.19	0.13	0.11	0.08	0.08	0.07	0.09	0.15	0.10	0.11	0.04	0.05	0.00	0.05	0.03	6.64	0.32
Cementos Chihuahua	0.83	0.53	0.10	1.13	0.48	0.22	0.08	0.05	0.04	0.06	0.09	0.06	0.06	0.06	0.09	0.07	0.03	0.03	0.02	0.05	0.05	4.12	0.20
Cemex	0.13	0.10	0.52	0.19	0.15	0.11	0.07	0.04	0.03	0.02	0.01	0.02	0.03	0.01	0.01	0.01	0.01	0.02	0.01	0.01	0.02	1.54	0.07
CMoctezuma	0.50	0.14	0.18	0.30	0.33	1.60	0.21	0.00	0.06	0.07	0.06	0.10	0.09	0.06	0.04	0.05	0.04	0.06	0.09	0.03	0.02	4.04	0.19
Coca-Cola Femsa	Nd	Nd	0.09	0.04	0.02	0.15	0.07	0.05	0.01	0.04	0.04	0.07	0.06	0.03	0.04	0.03	0.04	0.05	0.03	0.02	0.02	0.90	0.05
Gembunidas	0.00	0.00	0.10	0.11	0.19	0.33	0.08	0.00	0.00	0.13	0.07	0.03	0.03	0.03	0.05	0.02	0.02	0.02	0.05	0.05	0.00	1.30	0.06
Gind. Saltillo	1.27	0.72	0.30	0.47	0.20	0.28	0.29	0.13	0.09	0.11	0.02	0.08	0.08	0.12	0.17	0.33	0.28	0.40	-0.36	1.00	0.05	6.05	0.29
GModelo	Nd	Nd	0.28	0.24	0.25	0.68	0.41	0.22	0.25	0.15	0.12	0.10	0.08	0.06	0.07	0.11	0.08	0.07	0.04	0.03	0.03	3.27	0.17
Gruma	0.04	0.14	0.06	0.07	0.23	0.48	0.29	0.28	0.19	0.41	0.18	0.10	0.04	0.04	0.11	0.03	0.02	0.10	-4.59	-0.12	0.02	-1.89	-0.09
Grupo Continental	0.42	0.19	0.89	0.11	0.10	0.20	0.13	0.07	0.10	0.10	0.09	0.07	0.04	0.04	0.05	0.07	0.05	0.05	0.04	0.05	0.04	2.92	0.14
Herdez	0.52	0.12	0.18	0.06	0.06	0.15	0.09	0.03	0.03	0.04	0.02	0.06	0.02	0.00	0.00	0.01	0.01	0.01	0.03	0.03	0.03	1.53	0.07
Jasa	Nd	0.40	0.08	0.33	0.50	3.00	0.67	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	4.98	0.25
Ichib	-1.00	-0.20	1.00	0.00	0.00	0.00	0.04	0.10	0.22	0.02	0.15	0.14	0.07	0.00	0.03	0.02	0.03	0.13	0.03	-0.19	0.02	0.61	0.03
Kimberly	0.09	0.04	0.03	0.07	0.08	0.27	0.20	0.10	0.11	0.09	0.04	0.03	0.01	0.01	0.02	0.02	0.02	0.03	0.03	0.04	0.03	1.36	0.06
Macma	Nd	Nd	Nd	0.25	0.00	1.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.25	0.07
Maseca	0.31	0.12	0.31	0.09	0.26	0.60	0.16	0.25	0.16	0.26	0.22	0.19	0.14	0.17	0.20	0.22	0.14	0.10	-0.04	0.09	0.15	4.09	0.19
Nutrisa	Nd	Nd	Nd	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Parras**	0.50	0.43	0.23	0.40	0.00	0.07	0.10	0.06	0.04	0.20	0.08	0.20	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00	0.00	Nc	Nc	3.36	0.18
QB Industrias	0.00	Nd	Nd	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.20	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.20	-0.01
Qumma	Nd	Nd	0.00	0.00	0.03	0.06	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.50	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.41	-0.02
San Luis Corporativo	18.00	5.00	2.00	1.50	0.37	0.20	0.22	0.14	0.23	0.13	0.14	0.10	0.05	0.03	0.04	0.06	0.10	0.07	0.07	0.05	0.02	28.53	1.36
Simec	Nd	Nd	0.42	0.26	0.17	0.30	0.06	0.06	0.09	0.00	0.11	0.05	0.00	0.00	0.01	0.01	0.02	0.14	0.04	-0.03	0.01	1.72	0.09
Vasconia***	Nd	Nd	0.67	0.00	0.00	Nd	0.25	0.25	0.00	0.25	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.42	0.08
Vitro	0.00	0.10	1.03	0.12	0.11	0.06	0.04	0.02	0.01	0.01	0.01	0.02	0.07	0.10	0.09	0.09	0.06	0.06	0.03	0.04	0.04	2.12	0.10

Nd: No disponible.

*Antes Grupo Durango. **No cotiza desde noviembre de 2008. ***Antes Ecko

a/ Millones de dólares.

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros reportados a la BMV (2011).

Cuadro Anexo 3.34
Flujo de Efectivo/Costo del Financiamiento a/

Empresa	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Ahmsa	Nd	-16.30	925.34	-146.62	2.26	0.54	0.48	1.14	-0.03	0.15	-0.07	1.64	0.02	-0.29	-2.35	-3.03	-1.55	1.46	0.23	-1.40	-10.67
Alfa	14.64	100.07	34.24	-8.41	1.07	-10.26	5.57	-429.81	-6.10	14.91	-9.09	-15.42	-1.56	-0.30	6.50	14.64	26.73	-2.36	-0.21	0.14	0.85
Bimbo	-1.18	3.57	10.29	1.79	5.46	-1.88	-0.29	-4.58	-2.29	-4.67	25.95	-16.04	-8.02	-0.92	4.26	0.58	3.98	-7.65	-6.33	1.16	1.72
Bio-Pappel*	-0.74	0.40	-6.56	-0.59	0.13	0.30	-0.17	-1.87	0.38	2.15	-0.37	-0.81	-0.19	0.23	0.28	-9.58	-0.61	0.09	-0.27	0.00	0.00
Cementos Chihuahua	48.06	-13.25	4.30	-2.27	-15.02	4.47	-3.52	-2.34	3.74	1.09	-0.69	3.68	-45.69	-16.72	19.35	4.10	-0.48	11.88	-0.70	-1.05	0.53
Cemex	-0.94	0.30	-89.89	-3.85	2.56	2.14	1.35	0.63	-3.04	-3.35	-5.08	-14.41	-25.07	-0.24	29.42	1.82	-31.54	-7.56	-0.36	-0.09	0.39
CMoctezuma	3.68	32.45	-10.36	-3.62	-0.50	11.30	-15.07	174.11	-7.07	-9.23	99.91	-57.99	-2.00	0.21	5.26	2.02	2.05	-10.22	-2.66	-12.67	17.00
Coca-Cola Femsa	Nd	Nd	-9.63	-40.44	14.29	0.71	11.41	-2.74	-0.17	1.27	2.22	19.08	-3.06	-1.46	0.76	-1.55	2.16	8.06	0.12	-2.93	-3.24
Gembunidas	0.78	0.21	0.02	11.17	14.01	0.31	-2.51	0.45	1.52	-3.56	-1.73	-6.17	-11.70	3.56	-2.10	-1.36	0.82	-0.49	-0.43	0.86	2.50
Gind. Saltillo	3.30	-3.17	8.30	-5.24	-1.16	2.30	0.82	2.72	-1.90	-1.87	-7.94	154.34	0.98	-0.23	4.34	-6.73	0.24	-8.17	-0.12	-1.23	-3.07
GModelo	Nd	Nd	Nd	Nd	-9.14	4.20	0.23	-4.17	2.43	-2.90	-1.47	-3.82	-9.58	-4.41	-16.04	-1.64	-8.73	3.34	-4.81	-4.47	19.44
Gruma	0.88	-3.84	-0.52	6.48	-0.63	0.28	-1.45	-25.12	-6.30	0.20	-0.60	0.94	0.05	-0.54	1.71	-0.57	0.69	0.71	-0.04	-0.66	0.86
Grupo Continental	5.12	-7.76	-13.48	-4.30	0.88	-5.07	2.45	1.35	-6.21	-1.79	-4.12	-10.77	-4.46	-1.44	4.01	586.88	-0.93	-4.25	0.14	5.00	-3.20
Herdez	Nd	0.62	-12.10	Nd	-0.19	-0.10	0.59	-0.81	-0.85	0.77	0.71	-0.82	0.49	-1.04	-0.22	-0.24	0.45	0.55	-0.75	-1.78	-9.67
Iasa	Nd	-0.51	-0.05	-0.17	0.21	-0.05	-0.06	0.24	-0.34	0.57	-3.11	-0.13	-0.16	-0.04	-0.01	0.03	-0.13	0.01	0.00	0.33	0.00
Ichb	10.68	-36.07	68.58	Nd	-1.41	-0.57	10.84	-3.09	-0.52	6.37	-4.64	-10.45	1.99	-632.99	-10.10	0.16	22.69	-75.76	80.17	-14.00	-10.23
Kimberly	-1.22	-1.55	245.40	Nd	-0.16	5.24	0.53	-0.06	-3.25	-1.32	-14.88	2.76	-1.06	-0.07	1.45	-0.42	-0.25	4.77	-0.04	-6.95	0.34
Macma	Nd	Nd	Nd	-1.35	8.29	-5.71	1.36	0.65	-0.82	-0.09	0.12	1.50	-0.42	-1.02	-0.91	-0.07	0.20	-0.28	0.00	0.00	0.00
Maseca	1.51	-4.71	-130.99	Nd	-425.80	1.61	-3.43	-0.16	-9.27	0.95	2.95	-4.65	-2.66	27.22	17.37	1.48	-6.37	8.75	-1.71	53.00	-3.43
Nutrisa	Nd	Nd	Nd	-16.35	-16.16	-147.02	0.81	-2.52	0.46	2.18	3.31	-125.46	-4.02	-33.89	-4.59	-57.49	2.43	7.86	0.00	0.00	0.00
Parras**	-8.47	13.95	54.15	-18.77	-2.49	-0.15	-3.37	0.16	-0.12	0.13	-0.24	0.04	0.27	-0.04	-0.16	-5.43	-0.31	2.10	0.63	Nc	Nc
QB Industrias	-0.42	1.95	-1.27	0.06	0.35	2.54	-34.16	-1.22	0.64	0.24	-1.50	-2.36	2.40	0.72	-5.56	-1.24	-0.16	-0.05	0.00	-0.50	0.00
Qumma	Nd	Nd	0.40	-0.27	0.06	-0.02	0.07	-0.17	-0.17	-0.52	1.02	-0.18	-0.37	0.05	-0.78	0.04	-1.98	-0.26	0.00	0.00	0.00
San Luis Corporativo	0.65	10.07	Nd	-9.74	-1.02	-1.45	3.38	36.18	-0.97	0.88	-0.90	-0.48	-0.08	0.08	-0.07	0.61	-0.15	0.10	0.00	0.29	0.11
Simec	Nd	Nd	-104.67	-25.66	-0.34	-0.79	-0.01	-15.28	0.08	-0.80	-2.63	12.60	0.57	10.52	-1.01	-2.19	31.20	-103.50	32.46	-15.14	-14.50
Vasconia***	-0.09	Nd	-1.21	-0.63	-0.02	-1.20	0.68	0.80	-0.85	0.36	-7.18	-0.96	-0.31	1.56	-2.04	-0.16	8.61	5.53	2.95	0.00	0.00
Vitro	-20.46	-15.80	-15.31	Nd	-0.41	-7.32	-17.24	-14.47	-5.94	-40.15	-11.01	-17.19	-3.31	-4.92	1.12	-0.94	-0.10	0.26	0.02	-0.50	-0.52

Nc: No cotiza.

*Antes Grupo Durango. **No cotiza desde noviembre de 2008. ***Antes Ecko.

a/ Millones de dólares.

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros reportados a la BMV (2011).

Cuadro 3.35
Posiciones financieras Minsky

Sector Económico NAICS	Empresa	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010		
Agricultura, química y textil	<i>Parras</i>																					Nc	Nc	
	<i>QB Industrias</i>																					Nd		
Alimentos, bebidas y Comercio	<i>Bimbo</i>																							
	<i>Grupo Continental</i>																				Nd	Nd		
Maquinaria, transporte, vehículos	<i>San Luis Corporativo</i>																							
	<i>Iasa</i>																							
Minerales no metálicos	<i>Cemex</i>																							
	<i>Vitro</i>																							Nc
Papel, celulosa y Otros	<i>Grupo Durango/Bio-Pappel</i>																							
	<i>Pappel</i>																							
	<i>Qumma</i>																							
Siderurgia y metalurgia	<i>Ahmsa</i>																							
	<i>Ichb</i>																							

Nota: Grupo Durango pasó a ser Bio-Pappel en 2008.

Nc: No cotiza.

Nd: No disponible.

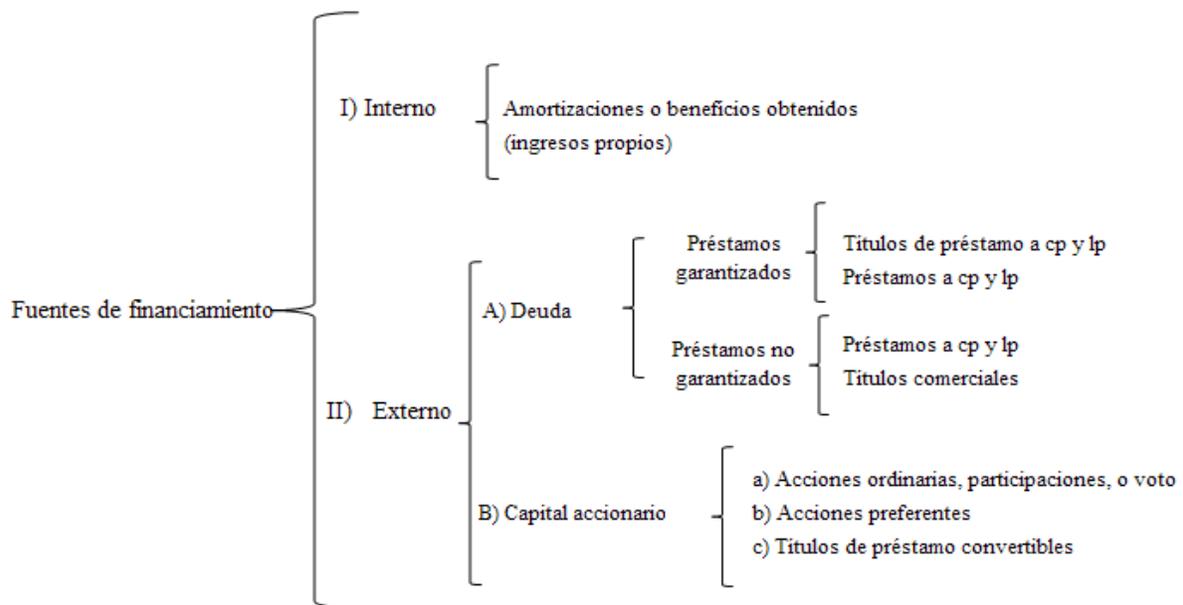
Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros reportados a la BMV (1990-2010) e *Informes Anuales* de las empresas (varios años).

ANEXO DEL CAPÍTULO I

FUENTES DE FINANCIAMIENTO DE LAS EMPRESAS

En la figura 1.1 se muestran las fuentes de financiamiento de las grandes empresas:

Figura 1.1
Financiamiento de las grandes empresas



cp: corto plazo, lp:largo plazo.

Fuente: Elaboración propia con base en Merton R. y Z. Bodie (2003).

La forma en cómo se financian las empresas determina su estructura de capital (Merton y Bodie 2003: 417-427), una decisión de invertir conduce a la emisión de obligaciones o a reducir la liquidez (Minsky 1987: 100), a continuación se explicarán detalladamente en qué consisten cada una de las fuentes:

I) Financiamiento interno o propio. Proviene de las amortizaciones o beneficios retenidos, y el flujo de efectivo generado a partir de sus ingresos propios.

II) Financiamiento externo o ajeno. Proviene de fuentes fuera de la empresa. Se clasifica de la siguiente manera:

A) Deuda. Es una obligación contractual de la empresa de realizar pagos futuros a cambio de los recursos en el presente. Incluye préstamos y valores de deuda como bonos e hipotecas, y otras promesas de pagos futuros como cuentas por pagar, arrendamientos y pensiones. En algunas empresas, los arrendamientos a largo plazo y los pasivos en pensiones pueden ser más grandes que la deuda de préstamos, bonos e hipotecas. Los títulos de endeudamiento pueden ser a corto plazo (vencimiento hasta de un año) y a largo plazo (más de un año). Normalmente cuando se refiere a “consolidado” implica el largo plazo. La deuda a largo plazo tiene la característica de recompra, fondos de amortización, evaluaciones y cláusulas de protección. Estos títulos de deuda pueden ser con garantía “colateral” o sin ésta. La garantía “colateral” es un término que se emplea para designar los activos que serán garante por el pago de las deudas, un ejemplo de este tipo de títulos son las hipotecas de inmuebles.

B) Capital accionario o acciones. Este tipo de capital es un derecho que tiene el poseedor de la acción para obtener el remanente que queda después de pagar todas las deudas. Existen tres tipos principales de derechos de capital:

a) Acciones ordinarias, participaciones o voto. En una empresa, a los accionistas también se les conoce como tenedores de acciones ordinarias, con las que obtienen el derecho residual de los activos de la empresa y después de pagar a todas las partes que tienen derecho sobre la misma. Lo que resta es de los accionistas simples. Hay varias clases de acciones ordinarias, se diferencian por su derecho de voto y por la facultad del tenedor de poder venderlas. Las acciones ordinarias de clase A tienen derecho a voto, no así las ordinarias de clase B. En la mayoría de las empresas, los fundadores reciben acciones ordinarias restringidas que generalmente les impide venderlas durante un determinado tiempo. Una ventaja para los tenedores es el derecho a comprar acciones ordinarias en el futuro a un precio de ejercicio fijo.

b) Acciones preferentes. Incluyen un dividendo especial que debe pagarse antes de que la empresa dé el dividendo a los accionistas ordinarios, en esto radica la preferencia. Con este tipo de acciones se otorgan los dividendos prometidos y no obtienen una parte del valor residual de los activos de la empresa. Aquí debe hacerse una mención en referencia al hecho de que si no se pagan los dividendos preferentes ello no implica un incumplimiento,

los dividendos de este tipo de acciones están exentos de impuestos sobre ingresos, por lo que normalmente no pagan pero reciben una prima que tiene un rendimiento bajo.

c) *Títulos de préstamo convertible*. Son acciones preferentes amortizables a elección del titular por acciones ordinarias de la sociedad emisora, con base en una cantidad específica de número de bonos o acciones preferentes por acción ordinaria.

A continuación en la figura 1.2 (A) se presentan algunos de los instrumentos financieros que existen en el mercado internacional. Estos instrumentos contribuyen a transferir el riesgo crediticio a través de una estructura innovadora reagrupando diversos activos que forman una cartera que cubre el riesgo mediante instrumentos de mercado que hacen más líquida la deuda.

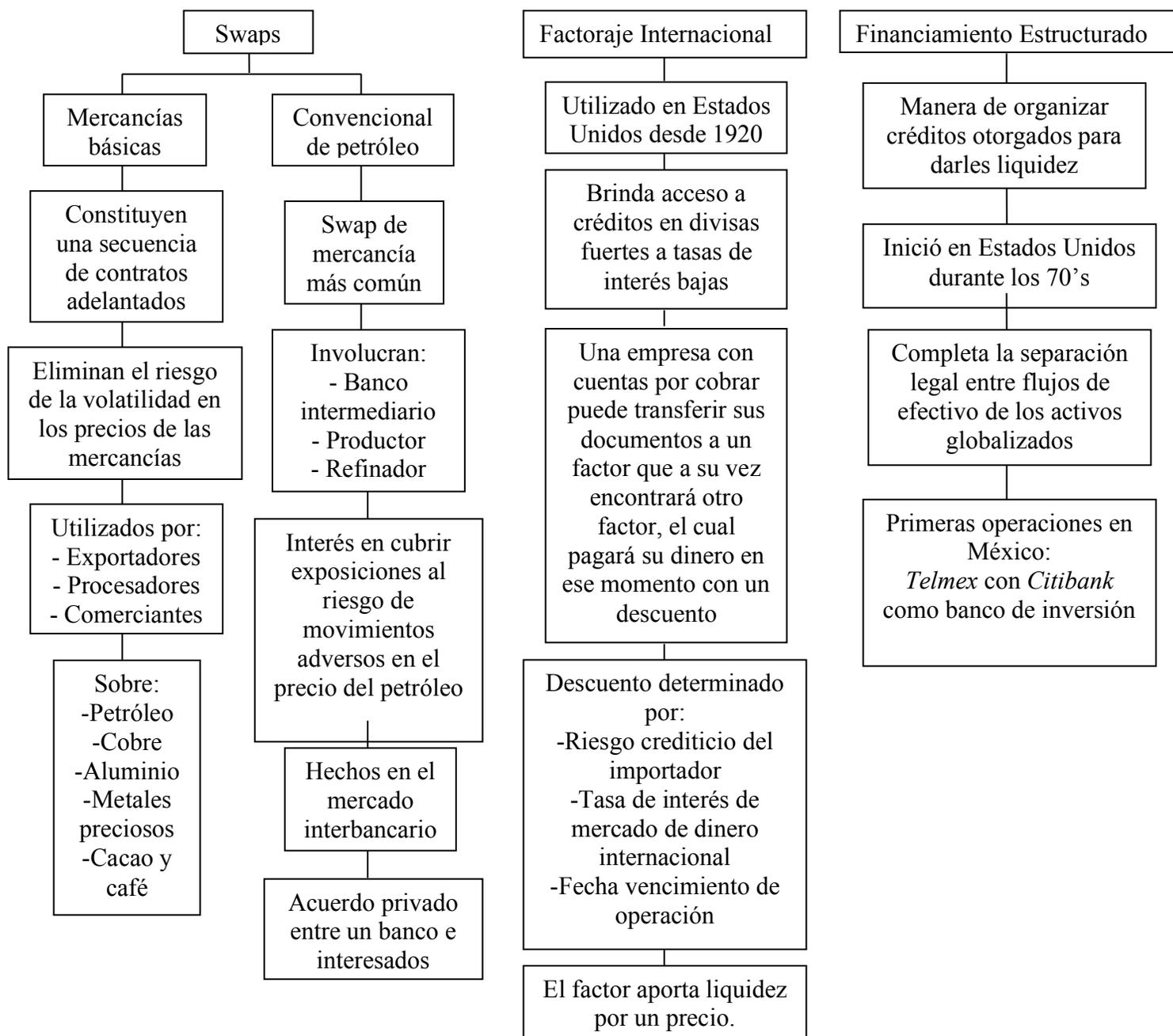
Los swaps de divisas y de tasas de interés no se comercian en bolsa sino en el mercado interbancario, los agentes que participan en este mercado son empresas, bancos, organizaciones multilaterales y países, con el objetivo de reducir su riesgo y el costo de financiamiento.

El factoraje internacional es un mecanismo muy empleado por las empresas exportadoras desde la década de los noventa porque permite transferir documentos a un intermediario que encontrará quién pagará su dinero en ese momento con un descuento.

El *financiamiento estructurado* también se conoce como bursatilización de créditos; este instrumento difiere de la titularización tradicional de deuda porque separa legalmente los flujos de efectivo de los activos en el nuevo instrumento y el acreedor original, es decir, el flujo de efectivo de los activos financieros agrupados son la garantía para los pagos de la nueva obligación y se destina a la inversión mixta sin tener que pasar por la institución emisora ni el acreedor original. En síntesis el *financiamiento estructurado* es la deuda privada respaldada por contratos de crédito, por activos, por flujos de futuros y con garantía parcial o total.

Financiamiento no estructurado es la deuda privada corporativa, y la paraestatal y de agencias federales.

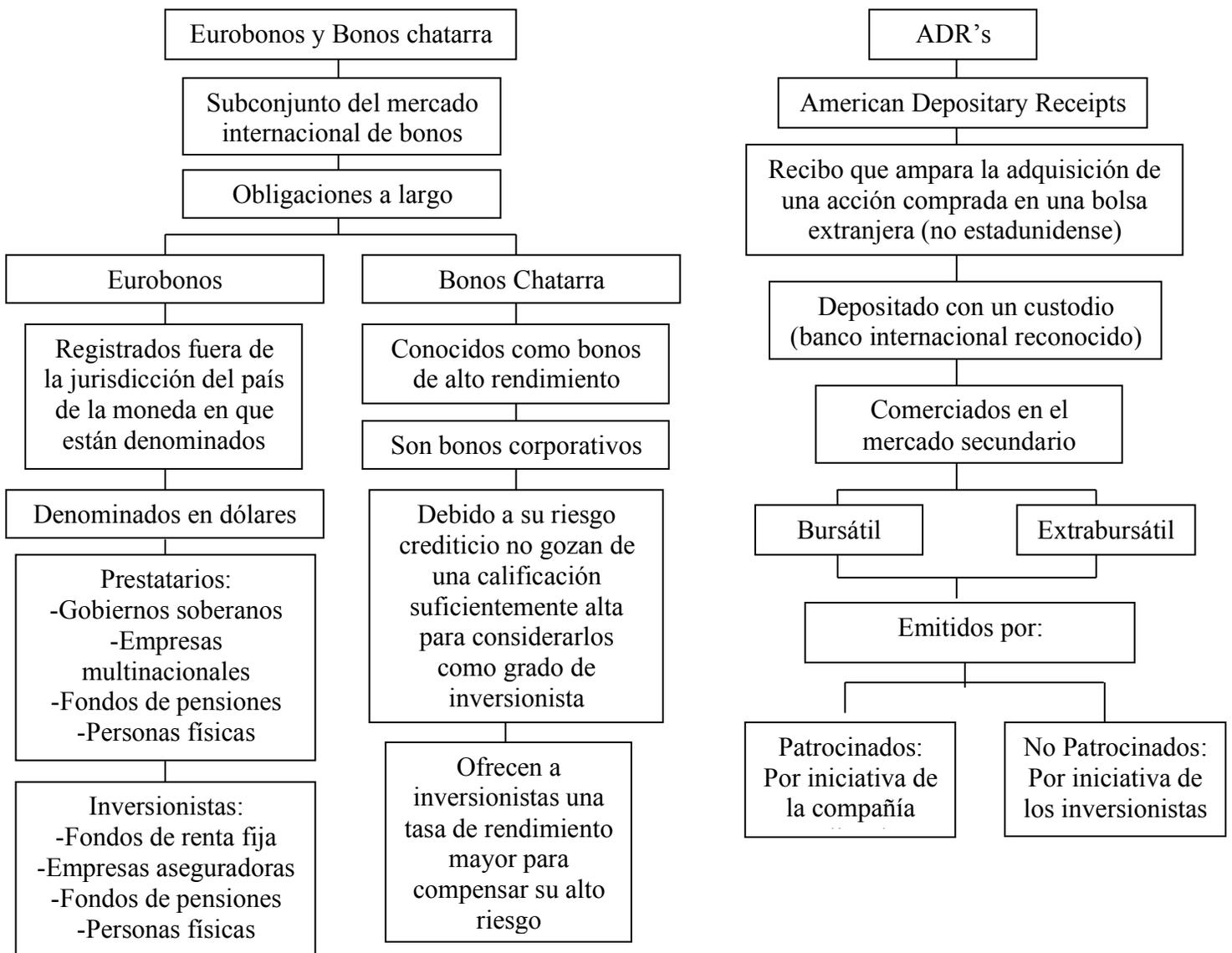
Figura 1.2 (A)
Instrumentos financieros en la liberalización



Fuente: Elaboración propia con base en Mansell, C. (2003).

En la figura 1.2 (B) se observa que los eurobonos son obligaciones a largo plazo del mercado internacional de bonos. En los años noventa cobraron mayor relevancia por los volúmenes que se comerciaban en los mercados de capitales extranjeros, su principal característica es que un banco los utilizaba para otorgar préstamos de tal manera que no arriesga sus fondos propios. Los bonos *chatarra* también conocidos como bonos de alto rendimiento, fueron emitidos por las empresas, es decir, como bonos corporativos.

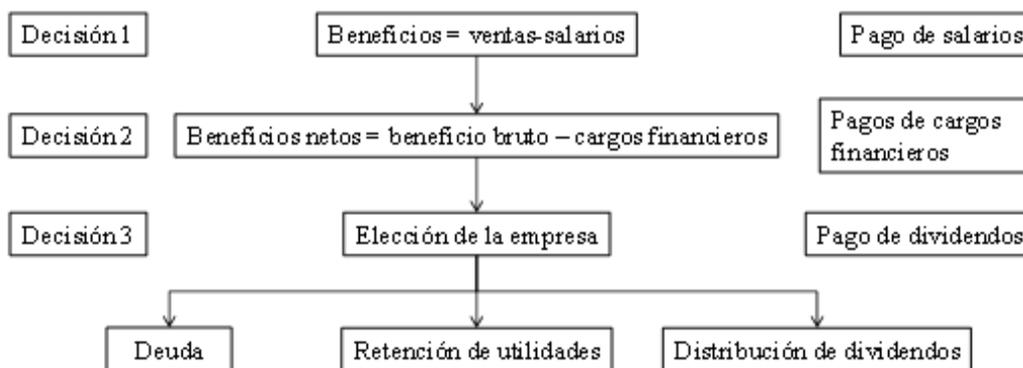
Figura 1.2 (B)
Instrumentos financieros en la liberalización



Fuente: Elaboración propia con base en Mansell, C. (2003).

Las empresas en general toman sus decisiones de financiamiento como se indica en la siguiente figura:

Figura 1.3
Toma de decisión de las empresas



Fuente: Elaboración propia con base en Charles, S. (2004).

En la figura 1.3 se muestra que en el primer y segundo nivel de decisión de la empresa se busca cubrir las obligaciones adquiridas y después pagar los dividendos, de ahí que opten por reinvertir sus utilidades o distribuir las, lo cual está en función de su estrategia de crecimiento económico (Charles 2004: 3-4), en el tercer nivel de decisión existe la decisión de contratar deuda como un mecanismo de ampliar su capital, el monto dependerá de su tamaño y capacidad de pago que estará variando conforme la dinámica y la etapa del ciclo económico financiero.

Algunos autores refieren que el financiamiento interno proporciona información sobre el comportamiento pasado y la realización de las expectativas de la empresa. (Gómez y Reyes 2002: 70). Por la tendencia de las grandes empresas en los países en desarrollo, de incrementar la utilización del financiamiento externo cobra relevancia analizar la estructura de obligaciones de las empresas, no sólo en cuanto a origen de las fuentes sino de plazos (corto o largo), y por tipo de moneda.

A través de los estados financieros se puede conocer la composición de su financiamiento, por lo que es importante una revisión en torno a este aspecto. Los principales elementos de

la técnica de los estados financieros son una herramienta básica para interpretar la estructura del capital y del financiamiento de las empresas; son el balance general, el estado de resultados y el flujo de efectivo (Fridson 1996). Varios trabajos poskeynesianos en los años recientes parten del análisis de las hojas de balance, en esta investigación se hizo uso de éste. Éstas se componen de balance general, estado de resultados y flujos de efectivo.

ANEXO DEL CAPÍTULO II

TAMAÑO

El tamaño de las empresas está determinado tanto por sus ventas como por sus activos netos, que equivalen a los activos totales menos los activos corrientes:

$$\text{Activos netos} = \text{Activos totales} - \text{Activos corrientes}$$

En general, el tamaño de las empresas puede ser representado por muy distintos indicadores como empleo, patrimonio neto o activos totales. Sin embargo, estas diferentes medidas tienden a estar altamente correlacionadas y las aquí usadas han sido ampliamente empleadas en otros estudios en economías desarrolladas¹. En términos económicos, los activos netos se interpretan como el valor de largo plazo empleado en la empresa, ya sea de accionistas o acreedores. Como distintos temas en las finanzas corporativas están relacionadas a cuestiones de eficiencia en el uso del capital de la empresa, los activos netos no presentan problemas de “contabilidad” y resultan un mejor indicador de tamaño que las ventas (Singh y Hamid, 1992: 16-17), reflejando la forma en cómo se financia la empresa.

En el análisis se utilizan tres tipos de indicadores para las variables de tamaño:

- a) Tamaño de apertura: es el tamaño al inicio del periodo, esto es, los activos netos y las ventas en 1990 o en el primer año disponible.

$$TamañoApertura_{ActivosNetos} = ActivosTotales_{1990} - ActivosCorrientes_{1990}$$

$$TamañoApertura_{Ventas} = IngresosOperacionales_{1990}$$

¹ Diversos estudios con resultados empíricos utilizan diferentes indicadores para cuantificar el tamaño de las empresas y la correlación entre estas variables, entre ellos están Singh y Whittington (1975), Meeks y Whittington (1976), Kumar (1984), Goudie y Meeks (1986).

- b) Tamaño de cierre: es el tamaño al final del periodo, activos netos y ventas reportadas en 2003 o en el último año disponible.

$$TamañoCierre_{ActivosNetos} = ActivosTotales_{2003} - ActivosCorrientes_{2003}$$

$$TamañoCierre_{Ventas} = IngresosOperacionales_{2003}$$

- c) Tamaño promedio (1990-2003): está representado como el promedio aritmético de los activos netos (y las ventas) a la mitad del año durante el periodo completo. Donde los activos (y ventas) a mitad del año están calculados bajo el supuesto de que el cambio en los activos de una hoja de balance a otra es lineal. (Activos netos año inicial entre dos) + (Activos netos año final entre dos) + (Suma activos netos años intermedios).

$$Tamaño\ Pr\ omedio_{ActivosNetos} = \frac{ActivosNetos_{1990}}{2} + \frac{ActivosNetos_{2003}}{2} + \frac{\sum ActivosNetos_{1991-2002}}{12}$$

CRECIMIENTO

Para cada empresa, se calcularon las tasas medias anuales de crecimiento² para todo el periodo (1990-2003) de:

- a) Crecimiento activos netos

$$Crecimiento_{ActivosNetos} = \left[\left(\frac{ActivosNetos_{2003}}{ActivosNetos_{1990}} \right)^{\frac{1}{14}} - 1 \right] * 100$$

- b) Crecimiento ventas

$$Crecimiento_{Ventas} = \left[\left(\frac{IngresosOperacionales_{2003}}{IngresosOperacionales_{1990}} \right)^{\frac{1}{14}} - 1 \right] * 100$$

² Las tasas medias anuales de crecimiento se calcularon mediante la fórmula: Valor reportado en el año final entre el valor reportado en el año inicial, entre el número de años del periodo de estudio.

TASAS DE RETORNO

Se calcularon dos medidas diferentes de rentabilidad:

- a) Tasa de retorno de los activos netos antes de impuestos. Activos netos entre el resultado antes de impuestos

$$\text{TasaRetornoAntesImpuestos} = \frac{\text{ActivosNetos}}{\text{ResultadoAntesImpuestos}}$$

- b) Tasa de retorno de los activos netos después de impuestos. Activos netos entre el resultado después de impuestos

$$\text{TasaRetornoDespuésImpuestos} = \frac{\text{ActivosNetos}}{\text{ResultadoDespuesImpuestos}}$$

Con el fin de reducir las fluctuaciones de cada año en las tasas de retorno, éstas se promediaron:

- a) Para los dos últimos años (2002-2003) con el fin de indicar la tasa de retorno de

corto plazo,
$$\text{TasaRetornoCortoPlazo} = \frac{\sum_{2002}^{2003} \text{TasaRetorno}}{14}$$

- b) Para todo el periodo (1990-2003) para señalar la tasa de retorno de largo plazo.

$$\text{TasaRetornoLargoPlazo} = \frac{\sum_{1990}^{2003} \text{TasaRetorno}}{14}$$

Y, finalmente,

- c) se calculó el cambio en las tasas de retorno como la diferencia entre las tasas de corto plazo de inicio y fin del periodo a manera de determinar cómo se alteró durante el periodo señalado y así determinar el grado de fiscalización:

$$\text{Grado Fiscalización} = \text{TasaRetorno CortoPlazo}_{1990-1991} - \text{TasaRetorno CortoPlazo}_{2002-2003}$$

Los resultados de estos cálculos se resumen en el cuadro 2.2 del Capítulo II. La selección de variables es compatible con la que realizaron Singh y Hamid (1992).

ANEXO DEL CAPÍTULO III

SECTOR AGRICULTURA, QUÍMICA Y TEXTIL: *QB INDUSTRIAS Y PARRAS*

El monto de financiamiento más alto que recibió *Parras* fue 122 millones de dólares en 1999 y ese mismo año lo invirtió, en general es una empresa que cubrió sus obligaciones por lo que siguió recibiendo financiamiento, durante todo el periodo analizado invirtió en activos fijos. Los montos de financiamiento no excedieron sus gastos de inversión o de operación.

Para el caso de *QB Industrias*, destaca que realizó inversiones en 1991 y 1997-1999 por 11 millones de dólares.

SECTOR ALIMENTOS, BEBIDAS Y COMERCIO: *BIMBO Y GRUPO CONTINENTAL*

Bimbo en la década de los noventa recibió financiamiento todos los años, incluso 1995 (30 millones de dólares), los siguientes años pagó financiamiento hasta 2007, para el siguiente año inició nuevamente la recepción de recursos. Los años con mayor financiamiento en la década de los noventa fueron en 1994 y 1998 con 142 y 103 millones de dólares, respectivamente, los mayores montos de pago se dieron en 2001, 2007 y 2008, con 497, 278 y 227 millones de dólares respectivamente. A finales de la primera década del siglo XXI obtuvo su mayor financiamiento.

SECTOR MAQUINARIA, TRANSPORTE Y VEHÍCULOS: *SAN LUIS CORPORATIVO E IASA*

La empresa de *Iasa* recibió financiamiento por 8 millones de dólares que utilizó para gastos de operación en 1995. Esta empresa colocó exitosamente en los mercados internacionales 60 millones de dólares de CPO's que representaban los derechos patrimoniales de las acciones serie A, B, C y D (BMV 1997).

Además *Iasa* presentó un saldo positivo por recursos de la operación en millones de dólares prácticamente a lo largo del periodo, con excepción de los años 1990, 1994 y 2002. El saldo del financiamiento también fue positivo en millones de dólares en 1991, 1993, 1994, 1997, 1998, 2000 y 2003, los demás años fue negativo porque estuvo pagando sus financiamientos. En 1994, 1996 y 2002 no solicitó préstamos de corto plazo, pero el financiamiento de largo plazo que recibió en 1996, 1997 y 1998 fue para amortizar deuda. En 2000 y 2002 buscó otros financiamientos y utilizó los recursos para pagar obligaciones. El financiamiento de corto plazo lo empleó para pagar deuda de largo plazo en 2001.

San Luis Corporativo colocó 70 millones de dólares de deuda a largo plazo en 1996 con vencimiento al año 2003. La operación fue mediante la bursatilización de exportaciones futuras (*El Financiero* 1996). El saldo de recursos de la inversión en millones de dólares fue negativo en todo el periodo, lo destinó a bienes de uso e inversiones permanentes. *San Luis Corporativo* invirtió 2 millones de dólares para construir y operar una subestación eléctrica para alimentar de energía a sus cuatro plantas en 1998. En general, en los primeros seis meses de ese año realizó inversiones de capital en nuevas plantas y expansión de las existentes por un total de 77 millones de dólares.

La empresa pagó dividendos de 1994 a 1998. En 1999, representó sólo aproximadamente 1 por ciento del monto que pagaba anualmente por este concepto. Los fondos provinieron de los recursos propios. En 1998, emitió un eurobono por 200 millones de dólares con vencimiento en el 2008. Este programa contemplaba 77 millones 500 mil dólares, logrando la aceptación de 94 por ciento de los tenedores de los eurobonos y de 75 por ciento de los de europapel comercial. Para 2000, incumplió con el pago de intereses (8.9 millones de dólares) del eurobono y 93 millones de dólares más del europapel comercial. (*Reforma* 2001). Durante 2003, algunos de los tenedores que originalmente no habían reestructurado aceptaron hacerlo en términos y condiciones similares al resto de los acreedores, por lo que *San Luis Corporativo* adquirió deuda a descuento por 12 mil 116 millones de dólares (*San Luis Corporativo* 2004). *San Luis Corporativo* emitió 47 millones 500 mil de dólares en obligaciones en diciembre de 2008 con vencimiento el 30 de junio de 2010, sujetas a una tasa de interés fija de 8 por ciento anual y garantizadas por todas las subsidiarias operativas

y algunas no operativas, los intereses se pagaron anualmente. Este contrato establecía que se pagarían los intereses anualmente sólo si se generaban excedentes de efectivo de acuerdo con el cálculo definido en dicho contrato, en caso contrario se capitalizarían.

San Luis Corporativo lanzó en los mercados financieros una oferta de compra e intercambio de deuda por 291 millones 300 mil dólares en 2008. Este plan incluía adquirir 45.1 millones en efectivo y 162.7 millones a cambio de nueva deuda. El 90 por ciento de los acreedores aceptaron la oferta por debajo de su valor nominal o extender el plazo (*El Economista* 2002b).

SECTOR DE MINERALES NO METÁLICOS: *CEMEX* Y *VITRO*

Cemex en 1994, 2000, 2002, y de 2004 hasta el 2009 contrató deuda bancaria y bursátil de corto y largo plazo, también había utilizado otros financiamientos en 1995, 1996 y 1998, y finales de la década de los años dos mil. Algunos de los mayores montos de recursos se ubicaron en 1994 y 2000 cuando solicitó préstamos bancarios y bursátiles de 1 millón 833 mil 540 pesos y 5 millones 582 mil 563 pesos en 1994 y 2002, respectivamente. Destaca que en este segundo año, 60 por ciento de los recursos provinieron de otros financiamientos. El financiamiento que solicitó en 1995 fue de 408 mil 33 millones de pesos, menor al que solicitó en 2000, lo que significa que la caída de la economía estadounidense en ese año y el siguiente le afectó mucho más que la crisis económica del país en 1995. La estrategia de gestión financiera de *Cemex* ha consistido en refinanciar deuda de corto a largo plazo.

Los recursos de la operación fueron el doble en el año 2000 con respecto del año anterior, porque es el año de mayor contratación de deuda. Su flujo de efectivo de operación fue positivo y sus ingresos mayores que éste, en millones de dólares. En 2003, su flujo de efectivo se incrementó 21 por ciento respecto del año anterior y representó 5.3 veces el monto de los intereses, dos terceras partes los utilizó para pagar deuda y se refinanciaron 2 mil 400 millones de dólares de deuda, lo que le posibilitó una gran liquidez.

Bio-Pappel antes *Grupo Durango*, entre 1992 y 1997 no cubrió el costo del financiamiento con su flujo de efectivo. Sin embargo esta GEM realizó varios acuerdos entre ellos uno alcanzado con sus acreedores y miembros del Comité Especial de Tenedores de Bonos, la reestructuración financiera fue apoyada por los acreedores que controlaban aproximadamente el 55 por ciento de la deuda y de las notas garantizadas, la cual estaba sujeta a ciertas condiciones, incluyendo la ejecución y entrega de la documentación definitiva y la aprobación de algunos otros acreedores. Bajo la reestructuración, los acreedores sin garantía intercambiaron su deuda financiera por una o más de las porciones de los títulos de deuda que emitió la emisora, identificadas como notas de la serie A, notas de la serie B, notas de la serie C-A, notas de la serie C-B y notas de la serie D, por un monto de 715 millones de dólares. Además, los acreedores que participaron recibieron el 17 por ciento en acciones de la empresa, sobre una base diluida. *Grupo Durango* ofreció adquirir las notas garantizadas que estaban en circulación y la deuda bancaria sin garantía específica a precios de compra no mayores a 650 dólares por cada 1 mil dólares de la cantidad principal actual. Así la empresa dispondría de 43 millones 500 mil para adquirir su deuda. Con la reestructuración se redujo cerca de 40 por ciento de la deuda y se cubrió el total de obligaciones, por medio de instrumentos de deuda, capital y efectivo. Una parte de la deuda se intercambió por ese 17 por ciento de su capital social, mientras que se disminuyó 61 por ciento del costo anual y se lograron ahorros por 560 millones de dólares en costo financiero (BMV 2004).

A partir de 2005, su capacidad del flujo de efectivo no cubrió los intereses de la deuda, lo que la colocó como una empresa Ponzi en ese año, recuperándose ligeramente, sin embargo para finales de 2010, entró a un proceso de concurso mercantil y cambió de razón social: *Bio-Pappel*.

Qumma realizó grandes inversiones (1991-2003, 2007-2008) algunas de ellas del orden de 14 y 17 millones de dólares para lo que solicitó financiamiento en plazos de 1 o 2 años.

SECTOR SIDERURGIA Y METALURGIA: *AHMSA* E *ICHB*

Ahmsa tuvo pérdidas en el saldo de los recursos por la operación en millones de dólares, y su financiamiento fue de casi cuatro y casi cinco veces más que la pérdida por operación en 1994-1995; el siguiente año la tendencia fue igual aunque en diferente proporción, y en 1997 fue trece veces mayor.

La empresa amortizó financiamientos bancarios e invirtió en construcciones en 1995, al año siguiente contrató deuda de corto y largo plazos (en una proporción de dos a uno en millones de dólares), y con eso amortizó financiamiento bancario, también adquirió deuda de largo plazo de la que destinó 65 por ciento para pagar obligaciones. Entre 1997 y 1998 contrató deuda bancaria de corto plazo y 50 por ciento lo utilizó para pagar deuda en ese mismo rubro. En 1999, pagó un financiamiento bursátil de corto plazo de 500 mil pesos, pero hay que aclarar que registraba un préstamo en ese rubro de (6 millones de pesos constantes de 1993).

En 2001 y 2002, dos terceras partes y una séptima de los recursos de la operación las utilizó para el pago a financiamiento, que consistió en otros financiamientos y amortizaciones bancarias. En la exploración de nuevos yacimientos de hierro se invirtieron 250 millones de dólares en 2005.

Ichb, en 2008 anunció a sus accionistas que tenía un fideicomiso de control mediante el que se hacia poseedor de más el 50 por ciento de acciones representativas con poder de voto sobre la empresa *Simec*.

SIGLAS DE ORGANISMOS

BANXICO	Banco de México
BANCOMEXT	Banco de Comercio Exterior
BID	Banco Interamericano de Desarrollo
BM	Banco Mundial
BMV	Bolsa Mexicana de Valores
CANACEM	Cámara Nacional del Cemento
CEPAL	Comisión Económica para América Latina y el Caribe
CFE	Comisión Federal de Electricidad
CNBV	Comisión Nacional Bancaria y de Valores
CUSIP	Committee of Uniform Securities Identification Procedures
FICORCA	Fideicomiso de Cobertura de Riesgos Cambiarios
INEGI	Instituto Nacional de Estadística y Geografía
IPAB	Instituto de Protección al Ahorro Bancario
NAFIN	Nacional Financiera
OECD	Organization for Economic Cooperation and Development
UNCTAD	United Nations Conference on Trade Development
SEC	Securities and Exchange Commission
SENER	Secretaría de Energía
SHCP	Secretaría de Hacienda y Crédito Público

BIBLIOHEMEROGRAFÍA

- Alcouffe, A. y S. Kammoun (2003) “Enfoque Económico de las Competencias de la Firma. Hacia una Síntesis de las Teorías Neoinstitucionales y Evolucionistas”, *Boletín Cinterfor* núm. 154, formación en la empresa. *Boletín Técnico Interamericano de Formación Profesional*, segunda época. OIT. Ginebra.
- Altheide, D. and J. Johnson (1995) “Criteria for Assessing Interpretive Validity in Qualitative Research” in Denzin Nk and Ys Lincoln (eds.) *Handbook of Qualitative Research*. Routledge and Kegan, London, United Kingdom.
- Arestis, P. (2004) “Financial Liberalization and Poverty: Channel of Influence”, *Working Paper* no. 411, july, The Levy Economics Institute of Bard College, New York, United States.
- _____ (2002) “Financial Globalization: Some Conceptual Problems”, Working Paper no. 360, october, The Levy Economics Institute of Bard College, New York, United States.
- _____ and S. Basu (2003) “Financial Globalization and Regulation”, *Working Paper* no. 397, december, The Levy Economics Institute of Bard College, New York, United States.
- _____ and M. Glickman (2002) “Financial Crisis in South East Asia: Dispelling Illusion the Miskyan Way”, *Cambridge Journal of Economics*, no. 26, United Kingdom.
- _____ and P. Howells (1996) “Theoretical Reflections on Endogenous Money: The Problem with Convenience Lending”, *Cambridge Journal of Economics*, vol. 20, United Kingdom.
- Avella, M. y L. Fergusson (2003) “El Ciclo Económico. Enfoques e Ilustraciones. Los Ciclos Económicos de Estados Unidos”, Banco de la República y Universidad de los Andes, Colombia.
- Basave J. (2006) “Desempeño Exportador Empresarial e Impacto Económico”, Ma. de los Ángeles Pozas, (edit.), (2006), *Estructura y Dinámica de las Grandes Empresas en México: Cinco Estudios sobre su Realidad Reciente*, Colegio de México, México.
- _____ (1997) “Patrones Recientes de Financiamiento del Crecimiento de los Grupos Empresariales en México”, Ponencia presentada en el *Congreso Anual de Latin American Social Science Associations (LASSA)*, mayo, Guadalajara, México.
- _____ (1996) *Los Grupos de Capital Financiero en México (1974 – 1995)*, coedición del Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM y Ediciones El Caballito, México.
- _____ y Ma. T. Gutiérrez-Haces (2010) *Es Diferenciado el Impacto de la Crisis en las Multinacionales Mexicanas, según los Resultados de una Investigación Internacional Conjunta*, Instituto de Investigaciones Económicas UNAM y Vale Columbia Center on Sustainable International Investment, Ciudad de México y Nueva York.
- _____ (2009) *Primer Ranking de Multinacionales Mexicanas Encuentra una gran Diversidad de Industrias (El Primer Ranking de las Multinacionales Mexicanas Enlista una Diversificación Considerable de sus*

- Inversiones en el Extranjero*), Instituto de Investigaciones Económicas UNAM y Vale Columbia Center on Sustainable International Investment, Ciudad de México y Nueva York.
- Bhaduri, A. (2005a) “Flexibilidad del Mercado de Trabajo y Expansión Económica”, *Economía*, UNAM, vol. 2 núm. 6, septiembre-diciembre, México.
- _____ (2005b) “Labor Market Flexibility and Economic Expansion”, *Investigación Económica*, México.
- Bisang, R. (1996) “Perfil Tecno-Productivo de los Grupos Económicos en la Industria Argentina”, Katz J. (ed.), *Estabilización Macroeconómica, Reforma Estructural y Comportamiento Industrial. Estructura y Funcionamiento del Sector Manufacturero Latinoamericano en los años 90*, CEPAL/IDRC Alianza Editorial, Santiago de Chile.
- Booth, L., V. Aivazian, A. Demirguc-Kunt and V. Maksimovic, (1999) *Capital structures in developing countries*, Newcourt Chair in Structured Finance in the Rotman School of Management at the University of Toronto, Department of Economics and Rotman School of Management at the University of Toronto, World Bank, and School of Business at the University of Maryland. Eighth draft, October, Canada.
- Brothers, D. and L. Solís (1966) *Mexican Financial Development*, University of Texas, United States.
- Brown, F. (1994) *Estrategias de Productividad y Recursos Humanos: Industria de Alimentos y Metalmeccánica. Caso México*, OIT/CIDA, Chile.
- Carlsson, B. and G. Eliasson (1994): “The Nature and Importance of Economic Competence”, *Industrial and Corporate Change*, 3 (1), pp. 687-711.
- CEPAL (2006) *América Latina y el Caribe: Proyecciones 2006-2007*, Serie Estudios Estadísticos y Prospectivos, Centro de Proyecciones Económicas, Santiago de Chile.
- _____ (2005) *La Inversión Extranjera en América Latina y el Caribe*, CEPAL, Santiago de Chile.
- Chick, V. and S. Dow (2002) “Monetary Policy with Endogenous Money and Liquidity Preference: A Non Dualistic Treatment” *Journal of post Keynesian Economics*, *ME Sharpe*, vol. 22, n° 4 summer, New York, United States.
- _____ (1992) “The Evolution of the Banking System and the Theory of Saving, Investment and Interest”, in P. Arestis and Dow, S. (eds.), chapter 12 in *On Money, Method and Keynes: Selected Essays*, St. Martin Press, New York, United States.
- Clarida, R., Gali, J. and M. Gertler (1999) “The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective”, *Journal Economics Literature*, vol. 37, United States.
- Collins, D. and C. Montgomery (1997) *Corporate Strategy. Resources and the Scope of the Firm*, Irwin, Mass. United States.
- Coriat, B. and G. Dosi (2000) “Learning how to Govern and Learning how to Solve Problems: On the Co-Evolution of Competences, Conflicts and Organizational Routines”, *Innovation, Organization in Economic Dynamics*, Edward Elgar Publishing Limited and University Press, Cambridge, United Kingdom.
- _____ (1994) “Learning how to Govern and Learning how to Solve Problems: on The Co-Evolution of Competences, Conflicts and Organizational Routines”, mimeo.

- Cozzi, G. and J. Toporowski (2006) “The Balance Sheet Approach to Financial Crises in Emerging Markets”, *Working Paper* no. 149, Department of Economics School of Oriental and African Studies, University of London, october, United Kingdom.
- Chandler, A. (1992) Organization Capabilities and the Economic History of the Industrial Enterprise, *Journal of Economics Perspective*, vol. 6, no. 3. United States.
- Charles, S. (2004) “A Note on Some Minskyan Models of Financial Instability”, *Working Paper*, no.13, Department of Economics (LED-EPEH) University of Paris 8, France.
- Chudnovsky, D. y A. López (1999) “Inversión Extranjera Directa y Empresas Multinacionales de Países en Desarrollo. Tendencias y Marco Conceptual”, en Chudnovsky D., B., Kosacoff y A. López (1999) (coords.), *Las Multinacionales Latinoamericanas: Sus Estrategias en un Mundo Globalizado*, Fondo de Cultura Económica, Argentina.
- Danby, C. (2002) “El Auge del Consumo en México: Una Interpretación Post Keynesiana”. *Problemas del Desarrollo*, vol. 33, núm. 131. UNAM, México.
- Davidson, P. (2004) “Quels Sont les Elements Essentiels de la Theorie Monetaire Post-Keynesienne?”, Piégay, P. et L. Rochon, (2004) *Théories Monétaires Post Keynésienes*, Economica, France.
- _____ (2001) *Controversies in Post Keynesian Economics*, Edward Elgar, United Kingdom.
- De Juan, O. y J. González-Calvet (2003) “Un modelo Postkeynesiano Simple de Inestabilidad Financiera y Ciclos”, *Revista de Economía Crítica*, núm. 2, España.
- _____ (2000) “El Tipo de Interés: Ese Frágil Eslabón Entre el Circuito Económico Real y Financiero”, *VII Jornadas de Economía Crítica*, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de Albacete, Departamento de Economía y Empresa, Universidad de la Castilla-La Mancha, España.
- De María y Campos M., F. Brown y L. Domínguez (2012) “La industria manufacturera en su encrucijada: Evolución en los últimos treinta años y algunas consideraciones de política para el futuro”, *Nueva Estrategia de Industrialización. Análisis Estratégico para el Desarrollo*, vol. 7, Consejo Nacional de Universitarios. México.
- Domínguez, L y F. Brown (2004) *Inversión Extranjera Directa y Capacidades Tecnológicas*, CEPAL, Chile.
- Donaldson, G. (1961) *Corporate Debt Capacity: A Study of Corporation Debt Policy*, Division of Research, Graduate School of Business Administration, Harvard University, Boston, United States.
- Dow, S. (1997) “Endogenous Money”, of Harcourt, GCA and Riach (eds.) (1997) “Second Edition” of the General Theory, vol.II, Routledge, London, United Kingdom.
- Dow, S. and C. Rodríguez-Fuentes (1998) “The Political Economy of Monetary Policy”, Arestis P. and M. Sawyer (eds.). *The Political Economy of Central Banking*. Edward Elgar, United Kingdom.
- Drucker P. (1986) “La Nueva Economía Mundial”, *Foreign Affairs*, primavera.
- Dunning, J.H. (1988) “The Eclectic Paradigm of International Production: a Restatement and Some Possible Extensions”, *Journal of International Business Studies*, 19 (1).
- _____ (1994) “Re-Evaluating the Benefits of Foreign Direct Investment” *Transnational Corporations* 3, February 23-52.

- Efaw, F. (1992) "Alfred Eichner and the Revival of Empirical Economics", *Megacorp & Macrodynamics, Essays in Memory of Alfred Eichner*, edited by William Milberg, M.E. Sharpe, Inc. New York, United States.
- Eichner, A. (1988) "Una Teoría de la Determinación del Margen de Ganancia en el Oligopolio", selección Ocampo, J. A., *Economía Poskeynesiana*, núm. 60, Fondo de Cultura Económica, México.
- Epstein, G. (2001) "Financialization, Rentier Interests, and Central Bank Policy", manuscrito, Massachusetts, Amherst, MA, Department of Economics, University of Massachusetts, December, United States.
- _____ (1992) "Political Economy and Comparative Central Banking", *Review of Radical Political Economics*, vol. 24, Sage Publications, Inc., United States.
- Fazzari, S., P. Ferri and E. Greenberg (2008) "Cash Flow, Investment, and Keynes-Minsky Cycles", *Journal of Economic Behavior and Organization*, no. 65, march, Netherlands.
- _____, R. Hubbard and B. Peterson (1988), "Financing Constraints and Corporate Investment" *Bookings Paper on Economic Activity*, vol. 1, Brookings Institution Press, United States.
- Fernández de Lis, S. y A. García Herrero (2002) "Indicadores Adelantados de Crisis y su Papel en el Análisis Económico", *Estabilidad Financiera*, núm. 3, noviembre, España. Consultado el 5 de septiembre de 2009, <http://www.bde.es/informes/be/estfin/numero3/ef0302.pd>
- Fridson, M. (1996) *La Interpretación de los Estados Financieros. Una Guía para Profesionales*, Ediciones Deusto, España.
- Fitzgerald, E.V. (1979) *A Note on the Accumulation Balance in Mexico*, Cambridge.
- Garrido, C. (2005) *Desarrollo Económico y Procesos de Financiamiento en México, Transformaciones Contemporáneas y Dilemas Actuales*, UAM-A, Siglo XXI Editores, México.
- _____ (2001) "Fusiones y Adquisiciones Transfronterizas en México Durante los Años Noventa", *Red de Reestructuración y Competitividad*, División de Desarrollo Empresarial, CEPAL, Santiago de Chile.
- _____ (2000) "Crisis Financiera y Desarrollo Económico en México. Factores Estructurales y Desafíos para el Futuro", *El Cotidiano*, julio-agosto, vol. 16, núm. 102, UAM-A, México.
- _____ (1999) "El Caso Mexicano", Chudnovsky D., B., Kosacoff y A. López (1999) (coords.), *Las Multinacionales Latinoamericanas: Sus Estrategias en un Mundo Globalizado*, Fondo de Cultura Económica, Argentina.
- _____ (1988) "Relaciones de Endeudamiento, Grupos Económicos y Reestructuración Capitalista en México", *Economía: Teoría y Práctica*, núm. 12, UAM, México.
- Garrido C. y C. Ortiz (2009) "De Crisis en Crisis: La Evolución Reciente de las Grandes Empresas Mexicanas", *Problemas de Desarrollo*, vol. 40, núm. 156, enero, UNAM, México.
- _____ (2006) "Evolución de las Grandes Empresas Manufactureras Mexicanas Luego de la Crisis de 1995. Impacto y Desafíos para el Desarrollo Económico Nacional", Ponencia Presentada en *V Congreso Nacional de la AMET*, México.

- Gómez, J. y R. Reyes (2002) "El Racionamiento del Crédito y las Crisis Financieras", *Revista de Economía Institucional*, Segundo semestre, año/vol. 4 C, núm. 007, Universidad Externado, Colombia.
- González-Calvet, J. (1999) "Los Ciclos: Aspectos Reales y Financieros", Bricall & De Juan (eds.), *Economía Política del Crecimiento, Fluctuaciones y Crisis*, Ariel, Barcelona, España.
- _____ (1995) "Ciclo Económico y Mercado Financiero", *Cuadernos de Economía*, Facultad de Económicas, Universidad de Barcelona, España.
- Goodhart, Ch. (2009), "The Continuing Muddles of Monetary Theory: A Steadfast Refusal to Face Facts", *Economica*, num. 76, Paris, France.
- _____ (1998), "The Two Concepts of Money: Implications for the Analysis of Optimal Currency Areas", *Working Paper*, Financial Markets Group, London School of Economics.
- _____ (1988), *The Evolution of Central Banks*, Cambridge, Massachusetts, MIT Press, United States.
- Goudie, A.W. and G. Meeks (1986), *Company Finance and Performance*, University of Cambridge, Cambridge, United Kingdom.
- Harcourt, G. C. and P. A. Riach (eds.) (1997). *A "Second Edition" of The General Theory*, vol. II, Routledge, London. United Kingdom.
- _____ (2004) "The Economics of Keynes and its Theoretical and Political Importance: Or, What Would Marx and Keynes have made of the Happenings of the past 30 years and more?", *Post-Autistic Economics Review*, issue no. 27, 9 september, article 1.
- Harris, L. (1998) "Notas", *Seminario Internacional Reforma Financiera: Crecimiento Económico y Globalización en México Perspectiva Internacional*, Universidad Autónoma Metropolitana. México.
- Hein, E. (2004) "Interest Rate, Debt, Distribution and Capital Accumulation in a Post-Kaleckian Model", *Discussion Paper*, no. 133, Wirtschafts- und Sozialwissenschaftliches Institut in der Hans-Böckler-Stiftung (WSI), Dusseldorf, Germany.
- _____ and C. Ochsén (2003) "Regimes of Interest Rates, Income Shares, Savings, and Investment: A Kaleckian Model and Empirical Estimations for some Advanced OECD-Economies", *Metroeconomica*, vol. 54, no. 4, United Kingdom.
- Hernández, A., A. García y L. Mertens (1997) "Trayectoria de Modernización y Calificación en la Industria Siderúrgica, Perspectivas para el Siglo XXI. Estudio de Caso de una Planta en México", *Documento de Trabajo SAP*. 261/wp.111, OIT, Ginebra.
- Hoshino, T. (2006) "Estructura de la propiedad y mecanismos de control de las grandes empresas familiares en México", Ma. de los Ángeles Pozas, (edit.), (2006), *Estructura y Dinámica de las Grandes Empresas en México: Cinco Estudios sobre su Realidad Reciente*, Colegio de México, México.
- Jensen M. and Meckling (1976) "Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, United States.
- Kaldor N. (1982) *The Source of Monetarism*, Oxford University Press, Oxford.
- Kalecki, M. (1956) *Teoría de la Dinámica Económica*, Fondo de Cultura Económica. México.

- Kregel, J. (1998) “Yes, “Its” Did Happen Again –a Minsky Crisis Happened in Asia”, *Working Paper*, no. 234, april, The Levy Institute of Board College, New York, United States.
- Keynes, J. M. (1992) *Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero*, Fondo de Cultura Económica, México.
- _____ (1996) *Tratado sobre el Dinero*, Ediciones Aosta, Madrid, España.
- Kumar, M.S. (1984) *Growth. Acquisition and Investment*, Cambridge University Press, Cambridge, United Kingdom.
- La Porta, R., F. López de Silanes y A. Shleifer (1999) “Corporate Ownership Around the World”, *The Journal of Finance*, vol. LIV, num. 2.
- Laos, E. (1996) “México: Competitividad Laboral y Tipo de Cambio”, en *Comercio Exterior*, julio, Bancomext, México.
- Lapavistas, C. (2009) *El Capitalismo Financiarizado, Expansión y Crisis*, Ediciones Maia, Madrid, España.
- Lavoie, M. (2005) “Las Teorías Heterodoxas Tienen Algo en Común? Un Punto de Vista Postkeynesiano”, *Lecturas de Economía*, núm. 63, julio-diciembre, Universidad de Antioquia. Colombia.
- _____ (2001) “Endogenous Money in a Coherent Stock–Flow Framework”, *Working Paper* no. 325, march, The Levy Economics Institute of Bard College, New York, United States.
- _____ (2000a) “Un Análisis Comparativo de la Teoría Postkeynesiana del Empleo”, *Investigación Económica*, núm. 232, Abril-junio 2000, México.
- _____ (2000b) “Les Taux D'intérêt Justes: l'impact des Hausses Taux D'intérêt sur le Niveau de Vie”, J.L. Gaffard et M. Glais (dir.), *Monnaie, croissance et marchés: Essais en l'honneur de Jacques Le Bourva*, Économica, Paris. France.
- _____ (1999): ‘The Credit-Led Supply of Deposits and the Demand for Money: Kaldor’s Reflux Mechanism as Previously Endorsed by Joan Robinson’, *Cambridge Journal of Economics*, no. 23, United Kingdom.
- _____ (1995) “Interest Rates in Post-Keynesian Models of Growth and Distribution”, *Metroeconomica*, no. 46. United Kingdom.
- _____ (1992) *Foundations of Post-Keynesian Economic Analysis*, Aldershot, Edward Elgar, United Kingdom.
- _____ (1984) “The Endogenous Flow of Credit and The Postkeynesian Theory of Money” *Journal of Economics Issues*, vol. 18, United Kingdom.
- Mansell, C. (2003) *Las Nuevas Finanzas en México*, Editorial Milenio, Instituto Mexicano de Ejecutivos de Finanzas e Instituto Tecnológico Autónomo de México, México.
- Mántey, G. (2009) “Intervención Esterilizada en el Mercado de Cambios en un Régimen de Metas de Inflación: la Experiencia de México ”, *Investigación Económica*, vol. LXVIII, número especial 2009, pp. 47-78, UNAM, México.
- _____ (2004) “Política Monetaria en México”, *Economía Financiera Contemporánea*, Tomo IV, Correa E. y A. Girón (Coords.), Editorial Miguel Ángel Porrúa, México.
- _____ (2003) “Política Monetaria con Globalización Financiera. Integración Monetaria vs Regulación del Crédito” en Mántey G. Y N. Levy (coord. 2003) *Financiamiento del Desarrollo con Mercados de Dinero y Capital Globalizados*, Editorial Porrúa, México.

- _____ (2000) “Hyman P. Minsky en el Pensamiento Económico del siglo XX” *Comercio Exterior*, vol. 50 Núm. 12, México.
- Martínez, J. (2003) “La Reestructuración de la Industria Siderúrgica en México Durante los Años Noventa”, *Economía y Sociedad*, no. 12 Tecnología, marzo – agosto, Facultad de Economía, Universidad Michoacana de San Nicolás de Hidalgo, Morelia, México.
- Mayer, C. (1989) “Myths of the West: Lessons From Developed Countries for Development Finance”, *Working Paper* no 301, november, *Policy Research Working Paper Series*, The World Bank.
- _____ (1987) “The Assessment: Financial Systems and Corporate Investment”, *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 3, issue 1, Oxford University Press, United Kingdom.
- McKinnon, R. (1998) “International Overborrowing. A Descomposition of Credit and Currency Risk”, *Seminario Internacional Reforma Financiera: Crecimiento Económico y Globalización en México Perspectiva Internacional*, Universidad Autónoma Metropolitana, México.
- _____ and H. Pill (1998) “International Overborrowing: A Decomposition of Credit and Currency Risk”, *World Development* 26 (7), july, United States.
- _____ (1993) *The Order of Economic Liberalization Financial Control in the Transition to a Market Economy*, The John Hopkins University Press, second edition, United States.
- _____ (1983) *Dinero y Capital en el Desarrollo Económico*, 2a. Edición, CEMLA, México.
- _____ (1973) “Money and Capital in Economic Development”, *Brookings Institution*, Washington DC, United States.
- Meeks, G. and G. Whittington (1976), “The Financing of Quoted Companies in the United Kingdom”, *Background Paper* no. 1, Royal Commission on the Distribution of Income and Wealth, London HMSO, United Kingdom.
- Mertens, L. (1996) *Estrategias de Mejora de Productividad y Recursos Humanos: Trayectorias de Innovación e Impactos en el Mundo Laboral*, OIT/CIDA, Santiago, Chile.
- Merton, R. C. y Z. Bodie (2003), *Finanzas*, Pearson Educación, 1a. Edición, México.
- Miller y Modigliani (1961) “Dividend policy, growth, and the valuation of shares”, en *The journal of business*, vol. 34, 411. Consultado en agosto de 2022.
https://econpapers.repec.org/article/ucpjinlbus/v_3a34_3ay_3a1961_3ap_3a411.htm
- Minsky, H. P. (1990a) “Stabilizing and Unstable Economy”, *Twentieth Century Fund Reports*, New Haven, Yale University Press, United States.
- _____ (1990b) “Schumpeter: Finance and Evolution”, *Evolving Technology and Market Structure, Studies in Schumpeterian Economics*, edited by Heertje A. and M. Perlman (1990) University of Michigan Press. United States.
- _____ (1987) *Las Razones de Keynes*, 15a. Edición, Fondo de Cultura Económica, México.
- Myers, S. (1985) “Comment on Investment Patterns and Financial Leverage”, in B. Friedman, (ed.) (1985), *Corporate Capital Structure in the United States*, University of Chicago Press, Chicago, United States.
- _____ (1984) “The Capital Structure Puzzle”, *The Journal of Finance*, vol. 39, Wiley-Blackwell Publishing, Inc., United States.

- _____ (1977) “Determinants of corporate borrowing”, *Journal of Financial Economics*, no. 5, Netherlands.
- Modigliani, F. and M. Miller (1958) “The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment”, *American Economic Review*, vol. 48, United States.
- Moore, B. J. (2004) “L’Endogénéité de l’Offre de Monnaie: Fixe-t-on-le Prix ou la Quantité de Réserves?”, Piégay, P. et L. Rochon (2004), *Théories Monétaires Post Keynesiennes*, economica, France.
- _____ (2002) “The Raffishness of Macroeconomics: In the Long Run you are Always in the Short Run”, *The Economic Society of South Africa*, Annual Report 2002, South Africa.
- _____ (1994) “The Demise of the Keynesian Multiplier: A Reply to Cottrell”, *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 17, no. 1, ME Sharpe Inc., United States.
- _____ (1988) *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*, Cambridge University Press. United Kingdom.
- _____ (1984) “Factores Monetarios”, Eichner, A. (Ed.) (1984), *Economía Poskeynesiana*, Hermann Blume, España.
- Mortimore M. y W. Peres (2001) *La Competitividad Internacional de América Latina y el Caribe*, CEPAL y BID, Santiago de Chile.
- _____, R. Buitelaar y J. Bonifaz (2000) “México: Un CANálisis de su Competitividad Internacional”, *Desarrollo Procutivo*, serie 62, CEPAL-ECLAC, Santiago de Chile.
- Nelson, R. y S. Winter (1982) *An Evolutionary Theory of Economics Change*, The Bleknap Press of Harvard University Press, Boston.
- Nissanke, M. and H. Stein (2003) “Financial Globalisation and Economic Development: Toward an Institutional Foundation”, *Eastern Economic Journal*, 29 (2).
- Palley, Th. (2007) “Financialization: What it is an Why it Matters”, *Working Paper*, no. 525, December, The Levy Economics for Democratic and Open Societies, Washington DC., United States.
- Parguez, A. (1975) *Monnaie et Macroéconomie Theorie de la Monnaie en Desequilibrio*, Economica, Paris. France.
- Papadimitriou, D. and R. Wray (1998) “The Economic Contributions of Hyman Minsky: Varieties of Capitalism and Institutional Reform”, *Review of Political Economy*, The Levy Economics Institute of Bard College, Spring, New York, United States.
- Perrotini, I. (2010) *La Crisis de la Financiarización y su Impacto en México*. UNAM, México.
- Pollin R. (1991) “Two Theories of Money Supply Enogeneity : Some Empirical Evidence”, *Journal of Postkeynesian Economics*, vol. 13.
- Porter, M. (2006) *Estrategia Competitiva*, CECSA, México.
- _____ (2002) *Ventaja Competitiva*, CECSA. México.
- Pozas, Ma. de los A. (2006), “Tecnología y Desarrollo en las Cadenas Productivas de las Grandes Empresas en México”, Pozas, Ma. de los A. (2006) (coord.) *Estructura y Dinámica de la Gran Empresa en México: Cinco estudios sobre su Realidad Reciente*, El Colegio de México, México.
- Quijano, J.M., H. Sánchez y F. Antía (1985) *Finanzas, Desarrollo Económico y Penetración Extranjera*, Universidad Autónoma de Puebla, 1a. Edición, México.

- _____ y Bendsky L. (1983) “Cambios Recientes en el Sistema Financiero Internacional, Ensayos, serie economía 5, CIDE, México.
- _____ (1982) *México: Estado y Banca Privada*, Centro de Investigación y Docencia Económicas (CIDE), 2a. Edición, México.
- Rodríguez-Fuentes C., D. Padrón-Marrero y A. Olivera-Herrera (2002) “La Endogeneidad de la Oferta Monetaria: Teoría y Evidencia Empírica para la Economía Española”, *Documento de Trabajo* 2002-01, La Laguna, Departamento de Economía Aplicada, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de Universidad de La Laguna, Marzo. España.
- Rochon, L.P. (1999) *Credit Money and Production: An Alternative Post-keynesian Approach*, Edward Elgar, Cheltenham, United kingdom, Northampton, Ma., United States.
- Secretaría de Energía (SENER) (2010) *Programa Especial para el Aprovechamiento de Energías Renovables*, México.
- Shapiro, N. (1988) “The Firm and its Profits”, *Working Paper no. 2* march, The Jerome Levy Economics Institute, United States.
- Schumpeter, J. (1992) *Capitalismo y Democracia*, Aguilar. Madrid.
- Schroeder, S. (2002) “A Minskian Analysis of Financial Crisis in Developing Countries”, *Working Paper* 2002-09, august, Center for Economic Policy Analysis (CEPA), New School University, New York, United States.
- Shaw, E. (1973) *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press, New York, United States.
- Singh, A. and J. Hamid (1992) “Corporate Financial Structures in Developing Countries”, *Technical Paper* no. 1, IFC, The World Bank, United States.
- _____ and G. Whittington (1975) “The Size and Growth of Firms”, *The Review of Economic Studies*, United Kingdom.
- Steindl, J. (1990) “From Stagnation in the 30s to Slow Growth in the 70s”, Steindl Josef, *Economic Papers* 1941-88, Macmillan, United Kingdom.
- _____ (1985) “Teoría del Estancamiento y Política Estancionista”, *Trimestre Económico*, vol. LII (1) no. 205, Fondo de Cultura Económica, México.
- _____ (1981) “Ideas and Concepts of Long Run Growth”, in Steindl, J., (1990), *Economic Papers* 1941-88, Macmillan, London, United Kingdom.
- Stewart D. (1992) “Changes in the Pattern of Ownership Structure and Operations of the Mexican Banks 1982-91”, Working Paper 26, june, School Of Oriental An African Studies (SOAS), London University, United Kingdom.
- Stiglitz, J. and A. Weiss (1981), “Credit Rationing in Markets with Imperfect Information”, *The American Economic Review*, vol. 71, no. 3 United States.
- Strauss, A. and J. Corbin, (1990) *Basic of Cualitative Research: Grounded Theory Procedures and Techniques*, SAGE Publications, Inc. United States.
- Toporowski, J. (2006) “Open Market Operations: Beyond the New Consensus”, *Bank of Finland Reserch*, Discussion Papers XX, Eurojarjestelma Eurosystemet. Finland.
- Vargas J. (2011) “Origen de la Financiarización en la Economía Mexicana, Formas de Desplazamiento y Crisis 1989-2011”, Ponencia presentada en el *Seminario Financiarización y Crecimiento Económico. Asimetrías y Afinidades entre Países Desarrollados y en Desarrollo*, UNAM, Octubre de 2011.
- Wray, R. (2004a) “L’Approche Post-Keynesienne de la Monnaie”, Piégay, P. y L. Rochon, (2004), *Théories Monétaires Post Keynésienes*, Economica, Paris, France.

- _____ (2004b) “The Credit Money and State Money Approaches”, *Working Paper*, no. 32, april, Center for Full Employment and Price Stability, United States.
- _____ (2001) “The Endogenous Money Approach”, *Working Paper*, no. 7, march, Center for Full Employment and Price Stability, United States.
- _____ (2000a) “Keynes y el Pleno Empleo: una Lectura Contemporánea”, en *Comercio Exterior*, vol. 50, no. 12, diciembre, México.
- _____ (2000b) “Money and Inflation”, *Working Paper*, no. 12, september, Center for Full Employment and Price Stability, United States.
- _____ (1992) “Alternative Approches to Money and Interes Reates”, *Journal of Economics Issues*, vol. 26.
- _____ (1990), *Money and Credit in Capitalist Economies, The Endogenous Money Approach*, Edward Elgar, United Kingdom.
- Williamson, J. (2003) “Summinig Up” *After the Washington Consensurs: Restarting Growth and Reform in Latin America*, edited by Pedro-Pablo Kuczynski and John Williamson. The Peterson Institute for International Economics, United States.
- _____ (1993) “Democracy and the Washington Consensus”, *World Development*; vol. 21, No. 8. Great Britain.
- _____ (1990) “What Washington Means by Policy Reform?”, Institute of International Economics, *Washington*, DC, United States.
- Williamson O. (2008) “Corporate Boards of Directors: In Principle and in Practices”, *Journal of Law, Economics and Organization*, 24 (2).
- _____ (1988) “Corporate Finance and Corporate Governace”, *Journal of Finance*, no. 43, pp. 567-91.
- Winter, S. (2006) “The Logic of Appropriability: From Schumpeter to Arrow to Teece” *Research Policy*, vol. 35, issue 8, October, Netherlands.
- Wolfson, M. (1996), “A Post keynesian Theory of Credit Rationating”, *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 18, no. 3, ME Sharpe Inc., United States.
- Yacuzzi, E. (2005) “El Estudio de Caso como Metodología de Investigación: Teoría, Mecanismos Causales, Validación”, *Publicaciones UCEMAK*, Serie Documentos de Trabajo no. 296, agosto. Argentina.
- Yin, R. (1994), *Case Study Research: Design and Methods*, 2nd edition, SAGE Publications, United States.

FUENTES ESTADÍSTICAS

- Banco de México (Banxico) (2010), *Índice Nacional de Precios al Consumidor*, México.
- _____ (2010), *Producto Interno Bruto, trimestral*, México.
- Bolsa Mexicana de Valores (BMV) (varios años), *Anuario Estadístico*, México.
- _____ (2007 y 2006), *Boletín Bursátil*, México.
- _____ (1990-2011), *Estados financieros de las Empresas*, México.
- _____ (2004) *Sistema Electrónico de Comunicación con Emisoras de Valores (Emisnet)*, México.
- British Banker Association (2009 y 2022), [Historic BBA LIBOR Rates](https://www.bba.org.uk/bba/jsp/polopoly.jsp?d=149), United Kingdom. Consultado el 10 de diciembre de 2009) y noviembre de 2022. [http://www.bba.org.uk/bba/jsp/polopoly.jsp?d=149](https://www.bba.org.uk/bba/jsp/polopoly.jsp?d=149).

- Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) (2006), *Anuario Estadístico de América Latina y el Caribe. Estadísticas Económicas*, Chile.
- Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) (varios años). *Información Estadística*, México.
- Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI) (2010) Sistema de Cuentas Nacionales de México. México.
- International Investment Portal & Research Center, (2013), *Latin American ADR's, Mexico*, United States.
Consultado el 1 de mayo de 2013.
http://www.site-by-site.com/adr/latin/adr_mex.htm.
- United Nations Trade Conference Development (UNTACD) (1999), *World Investment Report*, 2002, United States.

FUENTES PERIODÍSTICAS

- Alonso, R. (2009) “A la baja, calificación de Bimbo”, *El Universal*, 24 de enero, México.
- Badillo, M. (2005) *Oficio de papel*, lunes 2 de mayo, México.
Consultado el 10 de noviembre de 2010.
<http://oficiodepapel.com.mx/contenido/?p=100>
- La Crónica hoy (2006) “Sale AHMSA de la quiebra; liquida deuda por 200 mdd”, Redacción negocios, miércoles 15 de Febrero, México. Consultado el 20 de agosto de 2008.
http://www.cronica.com.mx/nota.php?id_notas=226215
- Nacional Financiera (NAFIN) (2008) “Plan emergente para empresas con dificultad de vencimientos”, México. Consultado el 3 de noviembre de 2008.
<http://www.indetec.gob.mx/Coyunturas/Aspectos.asp?start=760>
- Ramírez, E. (2005) “Fraude en la Bolsa”, *Revista Fortuna*, México. Consultado el 11 de mayo de 2005.
<http://revistafortuna.com.mx>
- El Economista (2003), nota informativa, 23 de diciembre, México.
- _____, nota informativa, 3 de septiembre, México.
- _____, (2002a), nota informativa, 25 de abril, México.
- _____, (2002b), nota informativa, 3 de octubre, México.
- _____, (2010), *BMV suspende cotización de Vitro por falta de información*, 2 de junio, México.
Consultado en
<http://eleconomista.com.mx/mercados-estadisticas/2010/06/02/bmv->
- El Financiero (2005), nota informativa, 15 de abril, México.
- Expansión (1996), nota informativa, 3 de noviembre, México.
- Presidencia de la República (2005) “Avanza México en financiamiento en América Latina”, jueves 12 de mayo, México.
Consultado el 10 de noviembre de 2010.
<http://fox.presidencia.gob.mx/buenasnoticias/?contenido=18211&pagina=263>
- Reforma (2001), Nota Informativa, México.
- _____, (1996), Nota Informativa, 11 de octubre, México.

INFORMES ANUALES DE LAS EMPRESAS

Ahmsa (2007), *Informe Anual*, México.
Alfa (2007), *Informe Anual*, México.
Bimbo (2011, 2008 y 2007), *Informe Anual*, México.
Bio-Pappel (2011), *Informe Anual*, México.
Cementos Chihuahua (2007) *Informe Anual*, México.
Cemex (2011, 2008, 2006, 2004, 2003, 2002 y 2001), *Informe Anual*, México.
Cementos Moctezuma (2011 y 2007), *Informe Anual*, México.
Coca Cola Femsa (2011 y 2002), *Informe Anual*, México.
Grupo Industrial Durango (2001, 2002 y 2007).
Ekco (2007), *Informe Anual*, México.
Grupo Continental (2010, 2008 y 2006), *Informe Anual*, México.
Grupo Industrial Durango (2006 y 2004), *Informe Anual*, México.
Grupo Industrial Saltillo (2006), *Informe Anual*, México.
Gruma (2011 y 2007), *Informe Anual*, México.
Grupo Modelo (2011 y 2007), *Informe Anual*, México.
Herdez (2010 y 2006), *Informe Anual*, México.
Iasa (2010, 2008, 2007 y 2006), *Informe Anual*, México.
Icbh (2007), *Informe Anual*, México.
Jugos del Valle (2004), *Informe Anual*, México.
Macma (2010, 2007 y 2005), *Informe Anual*, México.
Maseca (2011, 2010 y 2007), *Informe Anual*, México.
Nutrisa (2010 y 2007), *Informe Anual*, México.
Parras (2008 y 2007), *Informe Anual*, México.
QB Industrias (2008 y 2007), *Informe Anual*, México.
Qumma (2007), *Informe Anual*, México.
Regio Empresas (2007, 2004 y 2003), *Informe Anual*, México.
San Luis Rassini (2008, 2007 y 2004), *Informe Anual*, México.
Savia (2004 y 2002), *Informe Anual*, 2001, México.
Vidro (2008, 2007 y 2004), *Informe Anual*, México.

PÁGINAS ELECTRÓNICAS DE LAS EMPRESAS

Alfa (2009) <http://www.alfa.com.mx>
Dina (2008) <http://www.dina.com.mx>
Cemex (2008) <http://www.cemex.com.mx>
Savia (2007) <http://www.savia.com.mx/Valores2.asp?pag=7>
Simec (2009) <http://www.gsimec.com.mx>
Cámara Nacional del Cemento (CANACEM) (2007)
<http://www.canacem.org.mx/comunicados/070501.htm>