



**UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA
DE MÉXICO**

FACULTAD DE CONTADURÍA Y ADMINISTRACIÓN

COSTO DEL CAPITAL ACCIONARIO COMÚN PARA
EMPRESAS MEXICANAS QUE HAN EMITIDO ADR'S

TESIS PROFESIONAL
QUE PARA OBTENER EL TÍTULO DE:

LICENCIADO EN CONTADURÍA

PRESENTA:

EDMUNDO VÁZQUEZ GÓMEZ

ASESOR:

L.A. Y M.F. FRANCISCO LÓPEZ HERRERA



MÉXICO, D.F.

2006



Universidad Nacional
Autónoma de México



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis 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

Autorizo a la Dirección General de Bibliotecas de la UNAM a difundir en formato electrónico e impreso el contenido de mi trabajo recepcional.

NOMBRE: Edmundo Vázquez
Gómez

FECHA: 4- Abril-2006

FIRMA: [Firma]

A mis padres

Rosario Gómez y Edmundo Vázquez.

Por haber dedicado parte de sus vidas para darme el arma más poderosa de todas las que hay para enfrentar con éxito la vida: La Educación.

A Norma.

Por ser parte importante de mi vida, por apoyarme durante el tiempo que cursamos la licenciatura y por motivarme durante la realización de este trabajo que hoy presento.

A mis hermanos.

Por haber depositado sus esperanzas en mí y con ello darme ánimos para continuar con mis estudios de licenciatura.

Al Maestro Francisco López.
Por haberme obsequiado parte de su tiempo
y compartir conmigo parte de sus conocimientos al
apoyarme en la realización de este trabajo.

A los profesores de la FCA-UNAM.
Por haber dejado parte de ellos en las aulas
y en mi conciencia de profesionista.

A mis amigos de la E.N.P. 7.
Por creer en mí, por todo lo que pasamos
juntos y por lo que nos depara el futuro.

ÍNDICE

	Página
INTRODUCCIÓN	
1 NOCIONES DE COSTO DE CAPITAL Y RIESGO	1
1.1 Costo de Capital	1
1.2 Cálculo del Costo de Capital Promedio Ponderado	2
1.2.1 Costo de la Deuda Después de Impuestos	5
1.2.2 Costo de las Acciones Preferentes	6
1.2.3 Costos de las Acciones Comunes	7
1.2.4 Costo de las Utilidades Retenidas	8
1.3 Enfoque del CAPM	9
1.4 Riesgo	11
1.4.1 Riesgo Sistemático	11
1.4.2 Riesgo No Sistemático	12
1.4.3 Coeficiente Beta y Volatilidad	12
1.5 Tasa Libre de Riesgo	13
1.6 Prima de Riesgo de Mercado	13
1.7 Enfoque del Rendimiento en Bonos más Prima de Riesgo	15
1.8 Enfoque del Flujo de Efectivo Descontado	16
1.9 Estructura de Capital	17
2 BOLSA MEXICANA DE VALORES Y SU DESARROLLO	19
2.1 Sistema Financiero Mexicano	19
2.2 Bolsa Mexicana de Valores	20
2.3 Historia de la Bolsa Mexicana de Valores	21
2.4 La Bolsa Mexicana de Valores en la Actualidad	23

	Página
2.5 La Bolsa Mexicana de Valores y las Casa de Bolsa	23
2.6 Beneficios de Participar en la Bolsa	24
2.7 Índices Bursátiles	24
2.7.1 El Índice de Precios y Cotizaciones	25
2.7.2 Índices Sectoriales	26
2.7.3 Índices por Actividad Económica	27
2.7.4 El INMEX	27
2.8 Tipos de Acciones	27
2.9 Series Accionarias	28
2.10 Funciones de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores	30
2.11 La Desregulación Financiera a Nivel Mundial	30
2.12 Proceso de Apertura del Sistema Financiero Mexicano	34
2.13 Modernización del Sistema Financiero Mexicano	35
2.13.1 Primera Etapa	36
2.13.2 Segunda Etapa	37
2.13.3 Tercera Etapa	38
3 EL MERCADO DE ADR'S Y SU FUNCIONAMIENTO	39
3.1 Qué son los Recibos de Depósito	40
3.2 Tipos de Recibos de Depósito	42
3.3 ADR's Patrocinados y No Patrocinados	43
3.3.1 ADR's de Nivel I	44
3.3.2 ADR's de Nivel II	45
3.3.3 ADR's de Nivel III	46
3.4 Emisión de Recibos de Depósito	46
3.5 Traspaso de Recibos de Depósito	48
3.6 Negociación de Recibos de Depósito	49
3.7 Cancelación de Recibos de Depósito	50

	Página
3.8 Fijación del Precio de Recibos de Depósito	51
3.9 Beneficios para los Participantes en el Mercado de ADR's	52
3.10 ADR's y liberalización e integración de mercados	54
4 ANALISIS DE EMPRESAS MEXICANAS QUE HAN EMITIDO ADR'S	55
4.1 Empresas mexicanas con ADR's vigentes	55
4.2 Criterios de selección	58
4.3 Empresas seleccionadas	58
4.4 Pruebas realizadas	65
4.4.1 Rendimiento Promedio	65
4.4.2 Prima de Riesgo	65
4.4.3 Desviación Estándar (Volatilidad)	67
4.4.4 Riesgo Sistemático medido por la Beta de la acción	69
4.5 Análisis de los resultados de las pruebas	69
CONCLUSIONES	74
BIBLIOGRAFÍA	76

Introducción

En la actualidad las empresas en general tienen un obstáculo en frente que en ocasiones puede dificultar su consolidación y mantenimiento en el mercado, esta barrera es el financiamiento de sus actividades de producción de bienes y/o servicios, ya sea con recursos propios o con los de terceros.

Cuando las empresas necesitan financiamientos a largo plazo que por lo general representan montos muy altos de dinero, se ven obligadas a analizar las posibles fuentes de financiamiento a las que pueden acudir y determinar cuál o cuáles de ellas elegir.

Un medio de financiamiento a largo plazo al que las empresas pueden recurrir es la emisión de títulos valor, sean de deuda o de capital accionario, los cuales colocan en el mercado financiero. Esto debido al costo más bajo que representa emitir títulos valor del que representa contraer una deuda bancaria a largo plazo.

Para las empresas que colocan títulos valor entre el público inversionista la mejor opción para venderlas en nuestro país es la Bolsa Mexicana de Valores; sin embargo hay algunas empresas que van más allá y se aventuran a colocar sus títulos en mercados de valores extranjeros como el europeo o el estadounidense.

Para las empresas que deciden ingresar al mercado de valores de Estados Unidos existen tres importantes bolsas de valores donde colocar sus títulos. Estas son el New York Stock Exchange (NYSE), el American Stock Exchange (AMEX) y el NASDAQ.

Los títulos accionarios no estadounidenses que se colocan en Estados Unidos lo hacen por medio de una figura conocida como American Depositary Receipt (ADR), que representa cierto número de acciones no estadounidenses que se vende a los inversionistas estadounidenses. De este instrumento se hablará más adelante.

En este trabajo se analizan los impactos que ha tenido en los costos de capital accionario de empresas mexicanas el haber colocado valores en el mercado estadounidense en el New York Stock Exchange mediante ADR's.

De acuerdo con resultados de investigaciones realizadas por varios investigadores, citadas brevemente en el Capítulo 3, se espera una reducción en el Costo de Capital Accionarios de las empresas mexicanas que emitieron ADR's desde el momento de emisión, con relación al Costo de Capital Accionario que presentaban antes de emitir estos instrumentos; esto debido a que los inversionistas pueden requerir una prima de riesgo menor debido a que el riesgo de su inversión en los títulos de la empresa debe ser menor que si únicamente se negociaran en el mercado mexicano.

Basado en lo anterior, esta tesis se desarrolla para someter a prueba la siguiente **hipótesis**:

La Prima de Riesgo para una empresa es menor después de haber emitido ADR's. Es decir, para una empresa que emite ADR's disminuye el Costo de Capital Accionario Común.

Para que el lector del trabajo pueda darse una idea del contenido de este trabajo a continuación muestro breves resúmenes de los Capítulos que lo componen.

En el Capítulo 1 se trata lo relacionado a los conceptos que se deben conocer para poder entender tanto la investigación realizada como los resultados de la misma; estos conceptos son, entre otros, el Costo de Capital, el Riesgo, Estructura de Capital, etc.

El Capítulo 2 contiene información acerca de la Bolsa Mexicana de Valores, su proceso de desarrollo y liberalización, así como algunos de los principales aspectos relacionados con su funcionamiento.

El Capítulo 3 aborda temas relacionados a los Recibos Americanos de Depósito, que son los instrumentos financieros de los que se pretende conocer la influencia que ejercen sobre el Costo de Capital Accionario de las empresas que los emiten.

Por su parte el Capítulo 4 presenta una descripción, apoyada con cuadros, del proceso que llevé a cabo para realizar el análisis de la información obtenida durante la investigación con la finalidad de obtener una conclusión en base a resultados que apoyaran o refutaran la Hipótesis.

Para finalizar presento la conclusión a la que llegué al realizar las pruebas que se describen en el Capítulo 4, siendo ésta que hay unos resultados que apoyan y otros que contradicen a la hipótesis.

Espero que este trabajo sienta las bases para futuras investigaciones sobre este tipo de temas, tanto de investigadores jóvenes como experimentados, que en conjunto pueden llegar a generar conocimiento que sería de mucha utilidad para las empresas y los inversionistas.

1. NOCIONES DE COSTO DE CAPITAL Y RIESGO

El tema que se trata es esta investigación es el Costo de Capital Accionario para Empresas Mexicanas que han emitido ADR's; por lo tanto es importante esclarecer algunos conceptos antes de abordar el estudio que es el eje principal de este trabajo. Es por esto, que el presente Capítulo aborda los temas de Costo de Capital y Riesgo.

1.1 Costo de Capital

Cuando se crea una empresa o se invierte en una ya existente, siempre se piensa en obtener un beneficio económico por ello; debido a esto la administración de las empresas debe buscar obtener los resultados que maximicen el valor de la empresa para aquellos que invirtieron en ella.

Para que una empresa maximice su valor debe ser rentable, es decir, en su operación debe obtener una mayor cantidad de recursos que la que se invirtió originalmente para ponerla en marcha, ya sea en su totalidad o una parte de ella o un proyecto específico.

Una forma para aumentar la rentabilidad de las empresas es haciendo eficientes sus operaciones mediante la implementación y mejora de sistemas y controles; otra forma es aumentar el volumen de ventas y, además, se pueden reducir los costos financieros. Es en este último punto es donde cobra importancia el Costo de Capital como un elemento de los costos de cualquier empresa.

La importancia del costo de capital es como una reacción en cadena, debido a que si baja el Costo de capital, bajan los costos de la empresa y por lo tanto aumenta su rentabilidad; entonces, si la empresa es rentable, atrae la atención de nuevos inversionistas y hace que los inversionistas actuales sientan mayor confianza en ella y tengan más deseos de permanecer como socios.



El Costo de Capital se puede definir como una tasa de rendimiento o rentabilidad requerida por una empresa o por los inversionistas para cubrir los costos de las distintas fuentes de financiamiento y, comúnmente, obtener un beneficio adicional como condición para facilitar recursos para la operación de la empresa o para la ejecución de un proyecto.

1.2 Cálculo del Costo de Capital Promedio Ponderado

El Costo de Capital tiene cuatro elementos, que en su conjunto determinan el monto y porcentaje de éste, estos elementos, que se deben considerar para hacer un cálculo más acertado del Costo de Capital, y de los cuales se hablará ampliamente más adelante, son los siguientes:

- > Costo de la Deuda Después de Impuestos.
- > Costo de Capital Accionario.
 - Costo de las Acciones Preferentes.
 - Costo de las Acciones Comunes.
- > Costo de las Utilidades Retenidas.

Para saber cuál es el Costo de Capital que tiene una empresa no se puede hacer una simple suma de los costos de los cuatro elementos de este, antes mencionados; para obtener una cifra correcta respecto al Costo de Capital se debe calcular el Costo de Capital Promedio Ponderado, que es, como su nombre lo indica, es un promedio ponderado de los costos de los cuatro elementos.

Una forma que se utiliza para calcular el Costo de Capital Promedio Ponderado es mediante la aplicación una ecuación matemática, la cual es la siguiente:

$$CCPP = [Pd * (Kd*(1-T))] + (Pap*Kap) + (Pur*Kur) + (Pac*Kac)$$



Donde:

- CCPP = Costo de Capital Promedio Ponderado
- Pd = Porcentaje de Participación de la Deuda
- Pap = Porcentaje de Participación de las Acciones Preferentes
- Pur = Porcentaje de Participación de las Utilidades Retenidas
- Pac = Porcentaje de Participación de las Acciones Comunes
- $Kd*(1-T)$ = Costo de la Deuda Después de Impuestos
- Kap = Costo de las Acciones Preferentes
- Kur = Costo de las Utilidades Retenidas
- Kac = Costo de las Acciones Comunes

Para entender como se aplica la ecuación mencionada para calcular el Costo de Capital Promedio Ponderado se puede recurrir a un ejemplo. Considérese una empresa hipotética que presenta la siguiente información respecto a su Costo de Capital:

- > Deuda con un costo de 15% y una participación que representa el 40% del total del Costo de Capital,
- > Acciones Preferentes con un costo de 18% y una participación del 30%,
- > Acciones Comunes con un costo de 13% y una participación del 20% Y,
- > Utilidades Retenidas con un costo de 10% y una participación de 10%.

Para resolver este planteamiento se insertan dentro de la ecuación los datos mencionados, es decir el porcentaje del costo de la deuda y el porcentaje de participación de cada uno de los cuatro elementos, y se hacen las operaciones indicadas; esto de la forma siguiente:

$$CCPP = (40\% * 15\%) + (30\% * 18\%) + (20\% * 13\%) + (10\% * 10\%)$$

$$CCPP = (6\%) + (5.4\%) + (2.6\%) + (1\%)$$

$$CCPP = 15\%$$



Como se puede observar en este ejemplo, una vez realizados los cálculos, la empresa hipotética tiene un Costo de Capital Promedio Ponderado de un 15%.

Este resultado de 15% es más acertado que el obtenido de una simple suma de porcentajes, el cual sería: $15\% + 18\% + 13\% + 10\% = 56\%$; la razón de esto es que estos costos individuales de los elementos no son acumulativos como lo supondría una suma; por el contrario son complementarios, representando cada uno solo una parte de un todo, además como cada uno tiene una participación distinta y un costo particular se debe obtener un promedio ponderado para asignar con esto un porcentaje de Costo de Capital real por cada elemento.

Como ejemplo de lo anterior tenemos que la Deuda con participación de 40% y costo de 15% en realidad tiene una participación del 6% sobre el Costo de Capital. Entonces cada elemento, ya ponderado, se suma y se obtiene el Costo de Capital Promedio Ponderado.

Lo anterior se puede comprobar calculando el Costo de Capital Promedio Ponderado mediante la utilización de una tabla como la que se muestra a continuación, usando la información que se utilizó para el cálculo con la ecuación:

Elemento	Costo	Participación	Ponderado
Deuda	15 %	40 %	6 %
Acciones Preferentes	18 %	30 %	5.4 %
Acciones Comunes	13 %	20 %	2.6 %
Utilidades Retenidas	10 %	10 %	1 %
Total			15 %

Como se puede observar, la forma de calcular el Costo de Capital Promedio Ponderado utilizando la tabla es multiplicando el porcentaje del Costo por el porcentaje de participación dentro de la estructura del Costo de



Capital para obtener el ponderado de cada elemento, y después se suman los resultados de multiplicar los cuatro elementos por su participación para obtener el Costo de Capital Promedio Ponderado.

Comparando el resultado obtenido de calcular el Costo de Capital Promedio Ponderado mediante la ecuación y el obtenido mediante la tabla, utilizando para ambos casos la misma información, se observa que el resultado es el mismo, por lo tanto, ambos métodos son igualmente efectivos para hacer este cálculo al contrario de la simple suma que no da un resultado correcto sino más bien falso e inflado.

En los siguientes apartados se desarrollarán los temas relativos a los cuatro elementos del Costo de Capital, entonces se desarrollarán los conceptos de Costo de la Deuda Después de Impuestos, Costo de las Acciones Comunes, Costo de las Acciones Preferentes y Costo de las Utilidades Retenidas; éste último considerando los cuatro enfoques que lo componen.

1.2.1 Costo de la Deuda Después de Impuestos

Éste es la tasa de interés menos los ahorros fiscales que se obtienen por el interés de la deuda que es deducible, debido a esto el costo de la deuda es más alto antes de impuestos que después de ellos. Si una empresa presenta pérdidas, tiene una tasa fiscal igual a cero y por lo tanto no reduce el costo de su deuda.

Para determinar el costo de la Deuda, se utiliza la siguiente ecuación:

$$\text{Costo de la Deuda} = K_d * (1 - T)$$

Donde:

K_d = Costo de la Deuda

T = Tasa fiscal aplicable.



Para ejemplificar el cálculo del Costo de la Deuda tomemos nuevamente a la empresa hipotética con un Costo de la Deuda de 15% y, en el caso de nuestro país, una Tasa fiscal aplicable de 32%; entonces el cálculo del Costo de la Deuda Después de Impuestos es como sigue:

$$\text{Costo de la Deuda} = 15\% * (1 - 32\%)$$

$$\text{Costo de la Deuda} = 15\% * 68\%$$

$$\text{Costo de la Deuda} = 10.20\%$$

Como se observa, comprobando lo dicho en la teoría, el Costo de la Deuda Después de Impuestos es más bajo que el Costo de la Deuda sin impuestos debido a que éste último tuvo una reducción una vez que se aplicó el descuento o reducción que tiene debido a las deducciones fiscales que presenta la empresa debido a los intereses que pagó por la deuda; esta reducción fue de un 4.80% (15% - 10.20%).

1.2.2 Costo de las Acciones Preferentes

Este costo es el resultante de dividir el Dividendo Preferente (Dp) entre el Precio Neto de la acción (Pn). El dividendo preferente es el dividendo o rendimiento pactado, que el inversionista o accionista preferente recibirá al finalizar cierto periodo durante un determinado número de los mismos; por otro lado, el Precio Neto es el precio por acción que la empresa recibirá después de deducir los costos de intermediación financiera, cobrados por las casas de bolsa o los organismos encargados de la colocación de los títulos en el mercado accionario.

La ecuación utilizada para realizar el cálculo del Costo de las Acciones Preferentes es la siguiente:

$$K_{ap} = D_p / P_n$$



Dónde:

Kap = Costo de las Acciones Preferentes.

Dp = Dividendo Preferente.

Pn = Precio Neto.

Para ejemplificar el cálculo del Costo de las Acciones Preferentes de otra empresa hipotética se tiene que el Dividendo Preferente es de \$18 y el Precio Neto de la acción es de \$100; entonces para realizar el cálculo se procede de la siguiente forma:

$$Kap = \$18 / \$100$$

$$Kap = 0.18 = 18\%$$

El resultado obtenido es 0.18, es decir 18%, que es el Costo de las Acciones Preferentes de esta empresa hipotética.

1.2.3 Costo de las Acciones Comunes de Emisión Reciente o del Capital Contable Externo

Este es el elemento del Costo de Capital sobre el cuál se centra este trabajo, porque sobre él es que influye la Prima de Riesgo Pagada a los inversionistas, ya sea aumentándolo o reduciéndolo.

Debido a los costos de intermediación implícitos en el Costo de las Acciones Comunes, inherentes a la venta y a la colocación de nuevas acciones, este costo generalmente es más alto que el Costo de las Utilidades Retenidas.

Para el cálculo del Costo de las Acciones Comunes de Emisión Reciente se utiliza la siguiente ecuación:

$$Kac = [Di / (Po * (1 - F))] + g$$



Donde:

Kac = Costo de las Acciones Comunes de Emisión Reciente.

Di = Dividendo.

Po = Precio de la Acción.

F = Costo de Intermediación.

g = Tasa Esperada de Crecimiento.

En este caso para ejemplificar el cálculo tómnese en cuenta los siguientes datos: el Dividendo ofrecido a los inversionistas es de \$15, el Precio de la Acción es de \$110, el Costo de Intermediación es del 5% del precio de cada acción y, por último, la tasa esperada de crecimiento es de 4%; entonces, con esta información se procede de la siguiente manera:

$$Kac = [\$15 / (\$110 * (1 - 0.05))] + 0.04$$

$$Kac = [\$15 / (\$110 * 0.95)] + 0.04$$

$$Kac = [\$15 / \$104.5] + 0.04$$

$$Kac = 0.1435 + 0.04 = 0.1835 = 18.35\%$$

Una vez realizados los cálculos indicados en la ecuación se obtiene el Costo de las Acciones Comunes, que es de 18.35%. Cabe aclarar que este cálculo se hizo en pasos para respetar el orden de realización de las operaciones realizadas.

1.2.4 Costo de las Utilidades Retenidas

El costo de las Utilidades Retenidas es la tasa de rendimiento que exigen los accionistas para que la empresa retenga sus utilidades correspondientes, y como mínimo debe ser el rendimiento que paga al capital contable, es decir a los accionistas comunes.



Si la administración decide retener utilidades, existe un costo de oportunidad implícito, ya que los accionistas podrían recibir las utilidades e invertir las en otras acciones que les reportarán un beneficio económico mayor. Debido a esto, la empresa debe ofrecer y ganar sobre las utilidades retenidas mínimo lo que sus accionistas podrían ganar con otras alternativas de inversión con riesgo similar. Es por ello que la empresa debe pagar a los dueños por las utilidades retenidas.

Existen diversos enfoques utilizados para estimar la tasa de rendimiento que se debe pagar por las utilidades retenidas (Costo de las Utilidades Retenidas), estos enfoques son: el Enfoque del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), el Enfoque de rendimiento en bonos más prima de riesgo y el Enfoque del flujo de efectivo descontado o del rendimiento en dividendos más la tasa de crecimiento; de las cuales se hablará en los apartados siguientes.

1.3 Enfoque del CAPM

Este enfoque propone que al inversionista se le pague el equivalente a una Tasa Libre de Riesgo más un porcentaje determinado por la diferencia entre la Tasa de Rendimiento del Mercado menos la Tasa Libre de Riesgo, multiplicada por el factor Beta (indicador de riesgo de la acción con relación a las variaciones del mercado); esto se hace para motivar al inversionista a invertir en una empresa o proyecto que pueden tener o parecer tener un alto grado de riesgo.

Como conclusión del párrafo anterior se puede decir que para este enfoque es válida la consigna que dice que mientras se promete mayor rendimiento existe un mayor riesgo.

Para hacer el cálculo del Costo de las Utilidades Retenidas trabajando con este enfoque se utiliza la siguiente ecuación:

$$K_{ur} = TLR + (TRM - TLR) B_i$$



Donde:

Kur = Costo de Utilidades Retenidas

TLR = Tasa Libre de Riesgo según los Bonos de la Tesorería de los Estados Unidos o los Certificados de la Tesorería de la Federación (CeTes) para México.

TRM = Tasa de Rendimiento Sobre el Mercado, que se calcula con el índice del Dow Jones para Estados Unidos o con el Índice de Precios y Cotizaciones (IPC) para México.

Bi = Coeficiente Beta de la Acción, considerado como índice de riesgo de la acción.

Para ejemplificar tomemos la siguiente información de una empresa hipotética: existe en el mercado una Tasa Libre de Riesgo de 4.30%, la Tasa de Rendimiento de Mercado es de 6.80% y el Coeficiente Beta es 1.85; entonces se procede de la siguiente manera:

$$Kur = 4.30\% + (6.80\% - 4.30\%) * 1.85$$

$$Kur = 4.30\% + (2.50\%) 1.85$$

$$Kur = 4.30\% + 4.625\%$$

$$Kur = 8.925\%$$

Como se puede observar, el rendimiento ofrecido es casi el doble de la Tasa Libre de Riesgo y cerca de una tercera parte mayor que el Rendimiento de Mercado, siendo este rendimiento, para el actual ejemplo, bastante atractivo para los posibles inversionistas.

En este punto hay que hacer una pausa dentro de la explicación de los enfoques utilizados en el cálculo del Costo de las Utilidades Retenidas; esto es para desarrollar algunos elementos necesarios para comprender al enfoque que se acaba de ver y a los que le siguen.

Estos elementos son el Riesgo, la Tasa Libre de Riesgo y la Prima de Riesgo de Mercado, los cuales se hablará en los siguientes apartados. Del primer elemento a considerar que se hablará es el Riesgo.



1.4 Riesgo

El Riesgo es un elemento importantísimo que debe ser considerado por cualquier inversionista o accionista para confiar sus recursos, o parte de ellos, a una empresa o proyecto, ya que este refleja la posibilidad de que la inversión genere la utilidad deseada, de que la utilidad sea más baja de lo esperado o, en el peor de los casos, que el proyecto o empresa no genere utilidades sino pérdidas.

El Riesgo se puede definir como una variabilidad de los rendimientos que se espera recibir, es decir, la posibilidad de que el rendimiento recibido sea distinto (generalmente menor) del esperado o, en casos pesimistas, que no sea pagado en lo absoluto. Es por esto que el Riesgo siempre debe ser un factor a considerar por los inversionistas para confiar sus recursos a una empresa o proyecto que los han solicitado.

Una forma de medir el riesgo de un instrumento o valor es mediante el cálculo de la desviación estándar de una distribución normal de los rendimientos de un periodo determinado; mientras mayor sea la desviación, mayor será el riesgo.

En los mercados financieros existen dos tipos de riesgos que pueden correr los inversionistas, el Riesgo Sistemático y el Riesgo No Sistemático, que influyen de manera conjunta sobre los rendimientos que puede recibir un inversionista que decide vender, comprar o mantener algún instrumento o valor determinado.

1.4.1 Riesgo Sistemático

También es conocido como No Diversificable o de Mercado. Es aquel riesgo asociado con las variaciones del mercado en general; afecta a todos los instrumentos negociados en ese mercado y no es posible reducirlo con la diversificación ya que todos los instrumentos se encuentran afectados; como ejemplo de riesgo sistemático tenemos una posible devaluación o caída general del nivel de precios en el mercado.



1.4.2 Riesgo No Sistemático

También se le conoce como Riesgo Diversificable o Específico. Es el riesgo que es exclusivo de una empresa, no afecta al resto del mercado y es independiente de factores económicos, políticos o sociales.

El riesgo No Sistemático solo afecta a un instrumento o emisora, y es posible reducirlo si se diversifica el portafolio debido a que si se presentan dificultades en una emisora específica la inversión se encuentra respaldada por otras emisoras y la pérdida, en caso de haberla, es menor.

1.4.3 Coeficiente Beta y Volatilidad

Aunque el riesgo es difícil de medir, existen dos indicadores que nos pueden dar una idea de su comportamiento, ambos fueron utilizados en las pruebas realizadas para probar la hipótesis, mismas que se explican ampliamente en el Capítulo 4; estos indicadores son el Coeficiente Beta y la Volatilidad.

La Beta es un coeficiente que mide el riesgo sistemático y la sensibilidad de la rentabilidad de una acción respecto a los movimientos de la rentabilidad del índice del mercado. Es decir, el coeficiente Beta mide la cantidad de riesgo sistemático asociado a una acción en particular, en relación con otro con riesgo promedio.

Por definición, la beta del propio mercado tiene un valor igual a uno. Por lo tanto un valor Beta igual a 0.5 tiene la mitad de riesgo, y por tanto menor rendimiento, que el promedio del mercado; por otro lado, un valor Beta igual a 2, tiene el doble de riesgo, y se esperará que la acción de una mayor rentabilidad, en este caso el doble, que el promedio del índice del mercado.

Por su parte, la volatilidad es un indicador que pretende cuantificar las probabilidades de cambios bruscos en los precios de los distintos valores en función de diferentes variables económicas, tales como el riesgo del país, el



riesgo de tasa de interés, el riesgo cambiario, el riesgo político, etc. De acuerdo a estos parámetros, se habla de una acción de "alta volatilidad" cuando ésta puede mostrar variaciones importantes (a la alza o a la baja) dependiendo de las condiciones imperantes en los mercados financieros.

Una vez vistos algunos aspectos que comprende el Riesgo se puede proceder a desarrollar los siguientes dos puntos que parten de éste; en los apartados siguientes se hablará de Tasa Libre de Riesgo y Prima de Riesgo de Mercado.

1.5 Tasa Libre de Riesgo

Esta tasa equivale al rendimiento fijo ofrecido por emisoras cuya capacidad de pago es alta y la posibilidad de incumplimiento es prácticamente inexistente.

Cuando en algún cálculo se necesita utilizar la Tasa Libre de Riesgo del mercado generalmente se toma como tal la de algún instrumento del mercado financiero. Para el caso de México se toma la tasa de los Certificados de la Tesorería de la Federación (CeTes) como tasa sin riesgo debido a que no existe incumplimiento por parte del gobierno federal.

La Tasa Libre de Riesgo es utilizada generalmente para calcular la Prima de Riesgo de Mercado, la cual, con esta base, será desarrollada en el siguiente apartado.

1.6 Prima de Riesgo de Mercado

Respecto a la Prima de Riesgo varios autores han dado distintas definiciones, entre las que se encuentran las siguientes:

- > Rendimiento extraordinario sobre la tasa libre de riesgo o la diferencia entre las rentabilidades con riesgo y las rentabilidades sin riesgo.



- Porcentaje (o cantidad) ofrecida, entregada o ganada que resulta de restar, a una tasa de interés con riesgo, la tasa de interés libre de riesgo.
- Diferencial entre la tasa ofrecida por un activo libre de riesgo.
- Rendimiento adicional por el riesgo que representa el título o activo.

Tomando en cuenta lo anterior se puede concluir que la Prima de Riesgo es un rendimiento adicional a la tasa libre de riesgo, que compensa con mayores ganancias al riesgo que corre un inversionista al invertir en instrumentos o valores de renta variable con riesgo posiblemente alto en lugar de invertir en instrumentos o valores de renta fija con riesgo muy bajo o prácticamente inexistente.

Para hacer el cálculo de la Prima de Riesgo, en el caso de los inversionistas, se calcula el rendimiento ofrecido por la empresa para un periodo determinado y se compara con la tasa libre de riesgo vigente al momento del cálculo, la diferencia obtenida se considera como Prima de Riesgo Esperada.

Para hacer el cálculo de la Prima de Riesgo, en el caso de la empresa que va a colocar instrumentos o valores en el mercado, generalmente se fija una tasa subjetiva estimada por los administradores de la empresa o se toman datos históricos de los rendimientos ofrecidos en periodos anteriores o se fija en relación al crecimiento esperado de la empresa.

Como se mencionó anteriormente, mientras más alto sea el grado de riesgo de un valor, más alto será el rendimiento requerido hacerlo más atractivo en el mercado respecto a otros valores y así inducir a los accionistas o inversionistas a comprarlo o a mantener la posesión del mismo.

Una vez vistos los conceptos desarrollados en los tres últimos apartados y teniéndolos como base se puede proceder con la explicación de los enfoques restantes del cálculo del Costo de las Utilidades Retenidas.



1.7 Enfoque del Rendimiento en Bonos más Prima de Riesgo

Este enfoque plantea establecer el Costo de las Utilidades Retenidas, tomando como base el rendimiento que pagan los bonos más un porcentaje por el riesgo que refleje la empresa retenedora de las utilidades.

La asignación del porcentaje adicional es de carácter subjetivo, y la base libre de riesgo generalmente son los CeTes o los bonos que se emitan como los Bonos de Desarrollo (BONDES) en México o los Bonos del Tesoro (*T-Bills*) en Estados Unidos.

La ecuación utilizada para calcular el Costo de Utilidades Retenidas con este enfoque es:

$$K_{ur} = \text{Rendimiento Sobre el Bono} + \text{Prima de Riesgo.}$$

Como ejemplo tenemos a una empresa que decide retener utilidades otorgando una prima de riesgo de 3.50% mientras que en el mercado el Rendimiento Sobre Bonos es de 4.80%; entonces, para calcular el Costo de las Utilidades Retenidas con este método, se realiza una simple suma como la que se muestra a continuación:

$$K_{ur} = 4.30\% + 3.50\%$$

$$K_{ur} = 7.80\%$$

Se observa que en el caso de este enfoque, debido a la asignación subjetiva de la Prima de Riesgo que se mencionó anteriormente, el rendimiento ofrecido a los accionistas puede ser más bajo, como en este ejemplo, o más alto dependiendo principalmente del coeficiente Beta de la empresa y de la Tasa de Rendimiento del Mercado.



1.8 Enfoque del Flujo de Efectivo Descontado

También se le conoce como Enfoque de Rendimiento en Dividendos más la Tasa de Crecimiento. En este enfoque se considera que los inversionistas esperan recibir un rendimiento mediante dividendos ($D_i / P_o =$ dividendo dividido entre el precio de la acción), más una ganancia de capital calculada mediante un crecimiento proyectado por analistas de valores (g), para obtener el rendimiento total esperado. Para ello se utiliza la siguiente ecuación para calcular el Costo por Utilidades Retenidas:

$$K_{ur} = (D_i / P_o) + g$$

Donde:

K_{ur} = Costo de las Utilidades Retenidas.

P_o = Precio de la Acción.

D_i = Dividendo Esperado.

g = Tasa de Crecimiento Proyectada por los Analistas de Valores.

Para clarificar como se hace el cálculo del Costo de Utilidades Retenidas mediante este enfoque de flujo de efectivo tómese la siguiente información: el Precio de la Acción de la empresa hipotética es de \$95, el Dividendo Esperado es de \$8 y la Tasa de Crecimiento Proyectada es de 7%; entonces se procede de la siguiente forma:

$$K_{ur} = (\$8 / \$95) + 7\%$$

$$K_{ur} = 8.42\% + 7\%$$

$$K_{ur} = 15.42\%$$

Es de hacer notar que, en este caso, el Dividendo Esperado es determinado por la empresa de forma subjetiva aunque la Tasa de Crecimiento sea determinada por especialistas; por lo anterior este costo se puede elevar si la empresa decide ofrecer dividendos elevados respecto al precio de las acciones o si se tienen expectativas de crecimiento sobreestimadas.



1.9 Estructura de Capital

La forma en la cual se encuentra estructurado el capital es conocida como Estructura de Capital, esta estructura corresponde a la proporción que tienen los elementos que constituyen el capital respecto al total. Como cada parte que conforma una empresa, la Estructura de Capital tiene un costo que es el Costo de Capital acerca del cual se ha estado hablando

Para una empresa, en especial para reducir sus costos y para ser más rentable, entre los aspectos más importantes se encuentra la búsqueda de una planeación acertada de la Estructura de Capital que considere una proporción adecuada entre sus elementos tomando en cuenta los costos de cada uno procurando que el nivel de endeudamiento interno y externo, en caso de ser requeridos, sean los óptimos para que el Costo de Capital sea el más bajo y eficiente posible.

La teoría de la estructura del capital esta profundamente asociada con el costo del capital de la empresa, dentro de los estudios que se han realizado sobre el tema, muchas son las apreciaciones sobre la "Estructura óptima de capital" sin llegar a una unificación de criterios, unos defienden la idea de que se puede llegar al óptimo, los otros sin embargo tienen la convicción que esto no es posible, solo han llegado al acuerdo que se debe obtener una buena combinación de las deudas, de las acciones comunes y preferentes y de las utilidades retenidas, con la cuál la empresa pueda financiar sus inversiones.

Una vez que se ha diseñado una estructura de capital, debe considerarse, entre otros elementos, el costo de cada fuente y su repercusión en la toma de decisiones de la empresa.

Al emitir acciones comunes se está invitando a nuevos socios a participar en el capital de la empresa. Estos socios también tienen derecho a voto, con lo cual disminuye la capacidad de toma de decisiones de los propietarios originales, porque al aumentar el número de acciones, disminuye su proporción con relación al total y, por lo tanto, su número de votos.



Si se emiten acciones preferentes se está aumentando el capital de la empresa pero se está aumentando también el número de socios entre los cuales se deben repartir las ganancias y aunque no tienen derecho a voto, se les da una mayor prioridad al repartir ganancias que a los socios comunes.

En el caso de las utilidades retenidas se está convirtiendo los dividendos en nuevas acciones, esto significa nuevamente mayor número de acciones entre las cuales se deben repartir futuros dividendos. Además puede darse el caso de que los inversionistas sientan descontento por la retención que se hace de los recursos a los que ellos tienen derecho por haber depositado su dinero y su confianza en la empresa o proyecto a la apoyaron con su aportación.

Por último, la deuda supone un aumento en el monto de los pasivos de la empresa, un mayor grado de apalancamiento y una mayor dependencia de personas ajenas a la empresa.

2. BOLSA MEXICANA DE VALORES Y SU DESARROLLO

Una vez que hemos visto qué es el Costo de Capital y qué es el Riesgo, lo que sigue es explicar brevemente qué es el Sistema Financiero Mexicano, qué es la Bolsa Mexicana de Valores y algunos aspectos de su operación para entender el entorno en el que operan las acciones de las emisoras seleccionadas.

2.1 Sistema Financiero Mexicano

El Sistema Financiero Mexicano es el conjunto de personas y organizaciones, tanto públicas como privadas, por medio de las cuales se captan, administran, regulan y dirigen los recursos financieros que se negocian entre los diversos agentes económicos, dentro del marco de la legislación correspondiente.

Las entidades que conforman este sistema se clasifican en cuatro grupos:

- > Instituciones reguladoras, que regulan y supervisan el funcionamiento de las diversas instituciones y personas participantes en el sistema financiero.
 - Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP).
 - Banco de México (Banxico).
 - Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV).
 - Comisión Nacional de Seguros y Fianzas (CNSF).
 - Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (CONSAR).
- > Instituciones financieras, que realizan propiamente las actividades financieras.
 - Instituciones de Crédito (Sistema bancario).
 - Sistema Bursátil.
 - Instituciones de Seguros y Fianzas.
 - Organizaciones y Actividades Auxiliares de Crédito.
 - Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR).
 - Grupos Financieros.



- Personas y organizaciones que realizan operaciones, en calidad de clientes, con las instituciones financieras.
- Organizaciones auxiliares.
 - Asociaciones de Instituciones Financieras.
 - Asociaciones de Clientes de las Instituciones Financieras.
 - Organizaciones dedicadas al estudio de determinadas actividades.
 - Fondos de Fomento.

Estos cuatro grupos, junto con los elementos que se agrupan en ellos y los conforman, están contemplados y regulados por la legislación vigente.

2.2 Bolsa Mexicana de Valores

Una Bolsa de Valores es un lugar en donde se realizan negociaciones de compraventa de valores, y cuya responsabilidad principal es la de facilitar la realización de transacciones con valores, y fomentar el desarrollo del mercado, para lo cual debe establecer locales, instalaciones y los mecanismos necesarios para que los intermediarios puedan llevar a cabo sus operaciones.

En México la Ley del Mercado de Valores establece que las bolsas deben de ser empresas establecidas como sociedades anónimas de capital variable, con concesión de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, con autorización del Banco de México y de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

La Bolsa Mexicana de Valores es la única Bolsa de Valores que opera en México, aunque la Ley de Mercado de Valores permite el establecimiento de otras Bolsas, con la única limitación de que se tenga únicamente una por cada estado.

Es una institución privada que opera por concesión de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y con apego a la Ley del Mercado de Valores.



2.3 Historia de la Bolsa Mexicana de Valores

La primera negociación de títulos accionarios en México se hizo en 1850, cuando se negociaron los primeros títulos accionarios de empresas mineras; tiempo después, en 1867, se promulga la Ley Reglamentaria del Corretaje de Valores.

Durante la década que va de 1880 a 1900 en las calles de Plateros y Cadena, en el centro de la Ciudad de México, se llevan a cabo reuniones en las que corredores y empresarios buscan realizar operaciones de compraventa de todo tipo de bienes y valores en la vía pública. Posteriormente se van conformando grupos cerrados de accionistas y emisores, que se reúnen a negociar a puerta cerrada, en diferentes puntos de la ciudad.

En 1886 se constituye la *Bolsa Mercantil de México* y, nueve años después, en 1895 se inaugura en la calle de Plateros (hoy Madero) el Centro de Operaciones bursátiles Bolsa de México, S.A.

Para 1908, luego de algunos periodos de inactividad bursátil, provocados por las crisis económicas y en los precios internacionales de los metales, se inaugura la *Bolsa de Valores de México, S.C.L.*, en el Callejón de 5 de Mayo.

En 1920 la Bolsa de Valores de México, S.C.L. adquiere un predio en Uruguay 68, mismo que operará como sede bursátil hasta el año de 1957.

En 1933 se promulga la Ley Reglamentaria de Bolsas y la Bolsa de Valores de México, S.C.L. se constituye en la *Bolsa de Valores de México, S.A.*; supervisada en ese entonces por la Comisión Nacional de Valores (hoy Comisión Nacional Bancaria y de Valores).

En 1975 entra en vigor la Ley del Mercado de Valores, y la Bolsa cambia su denominación a *Bolsa Mexicana de Valores, S.A.*, e incorpora en su seno a las bolsas que desde tiempo atrás operaban en Guadalajara y Monterrey.



Después de veinte años sin sufrir cambios relevantes, en 1995 se introduce el sistema de negociaciones llamado BMV-SENTRA Títulos de Deuda, del cual se hablará más adelante. Actualmente la totalidad de este mercado sería operado por este medio electrónico.

Poco después, en el año de 1996 inicia operaciones el sistema BMV-SENTRA Capitales, del cual también se hablará más adelante. Cuatro años más tarde la totalidad de este mercado sería operado por este medio electrónico.

En 1998 se constituye la empresa *Servicios de Integración Financiera* (SIF), para la operación del sistema de negociación de instrumentos del mercado de títulos de deuda (BMV-SENTRA Títulos de Deuda).

El día 11 de Enero de 1999, la totalidad de la negociación accionaria se incorporó al sistema electrónico. A partir de entonces, el mercado de capitales de la Bolsa opera completamente a través del sistema electrónico de negociación BMV-SENTRA Capitales.

También en este año también, se listaron los contratos de futuros sobre el IPC en MexDer y el principal indicador alcanzó un máximo histórico de 7,129.88 puntos el 30 de diciembre.

El día 17 de Mayo del año 2001 se registró la jornada más activa en la historia de la Bolsa Mexicana de Valores, estableciendo niveles récord de operatividad. El número de operaciones ascendió a 11,031, cifra superior en 516 operaciones (+4.91%) respecto al nivel máximo anterior registrado el día tres de Marzo del 2000.

El 1º de Enero del año 2002 se constituye la empresa de servicios *Corporativo Mexicano del Mercado de Valores, S.A. de C.V.* para la contratación, administración y control del personal de la Bolsa y de las demás instituciones financieras del Centro Bursátil que se sumaron a este proceso.



2.4 La Bolsa Mexicana de Valores en la actualidad

La Bolsa Mexicana de Valores proporciona la infraestructura, la supervisión y los servicios necesarios para la que se realicen las emisiones, colocaciones e intercambio de valores y títulos (estos deben estar inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios).

La Bolsa Mexicana de Valores también debe hacer pública la información de las emisoras y valores que operan en la BMV, realiza el manejo administrativo de las operaciones y transmite la información respectiva a SD INDEVAL, supervisa las operaciones de las emisoras u casas de bolsa y fomenta la expansión y competitividad del mercado de valores mexicano.

El horario de operaciones de la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) es de 8:30 a 15:00 horas, con varios recesos intermedios de cinco minutos.

Únicamente las Casas de Bolsa autorizadas y los Especialistas Bursátiles pueden ser socios de una Bolsa de Valores.

2.5 La Bolsa Mexicana de Valores y las Casas de Bolsa

Para que existan operaciones en la Bolsa Mexicana de Valores, debe de haber instituciones, entidades u organizaciones que se encarguen de poner en contacto la oferta y demanda de valores, aquí es donde aparecen las casas de bolsa que son instituciones pertenecientes al mercado de valores mexicano, autorizados para fungir como intermediarios ante el gran público inversionista previo permiso de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) las cuales deberán estar inscritas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios (RNVI).

En nuestro país, como en todos aquellos en los que opera una bolsa de valores, no se puede comprar acciones o cualquier otro título directamente; para ello se encuentran las casas de bolsa, que otorgan una mayor seguridad dentro de las operaciones bursátiles (términos en los que se denomina al mercado de la bolsa de valores).



El público inversionista canaliza sus órdenes de compra o venta de acciones a través de un promotor de una casa de bolsa. Estos promotores son especialistas registrados que han recibido capacitación y han sido autorizados por la CNBV.

Las ordenes de compra o venta son entonces transmitidas de la oficina de la casa de bolsa al mercado bursátil a través del Sistema Electrónico de Negociación, Transacción, Registro y Asignación BMV- SENTRA Capitales donde esperarán encontrar una oferta igual pero en el sentido contrario y así perfeccionar la operación.

2.6 Beneficios de participar en la bolsa

Una empresa se beneficia, al inscribirse a la bolsa, en que:

- > Adquiere la posibilidad de adquirir financiamiento bursátil, a través de emisión de acciones u obligaciones o de títulos de deuda, beneficiándose en:
 - Optimizar costos financieros
 - Obtener liquidez inmediata
 - Consolidar y liquidar pasivos
 - Mayor crecimiento
 - Modernización
 - Financiamiento de investigación y desarrollo
 - Planeación de proyectos de inversión y financiamiento de largo plazo.
- > Mejora su calidad crediticia con las instituciones financieras (bancos) Aumenta su prestigio tanto en el medio financiero como en el sector al que pertenece

2.7 Índices Bursátiles

Un índice bursátil es un indicador que expresa de manera representativa, la variación promedio de los precios de las acciones que cotizan en una Bolsa de Valores. Para el cálculo de un índice se considera una muestra de las emisoras más representativas del mercado.



La Bolsa Mexicana de Valores ha establecido el Índice de Precios y Cotizaciones de la BMV (IPC), diferentes Índices Sectoriales, Índices por Actividad Económica, el Índice México de la Bolsa Mexicana de Valores (INMEX) y los Índices de Sociedades de Inversión. Con estos índices los inversionistas pueden darse cuenta de como esta evolucionando el mercado en el tiempo, y también puede ser una herramienta que facilite tomar decisiones de compra y venta de valores.

2.7.1 El Índice de Precios y Cotizaciones

El Índice de Precios y Cotizaciones, IPC, es un indicador que se utiliza para expresar, de manera representativa, la variación promedio de los precios de las acciones que cotizan en la Bolsa de Valores. El IPC refleja los cambios de precios ocurridos en la sesión de remate; se ajusta por todos los tipos de derechos y cambios en la capitalización de las emisoras que integran la muestra, la cual esta sujeta a revisiones periódicas que tienen la finalidad de evitar que se vuelva obsoleta.

El tamaño de la muestra de un índice bursátil está en función de la representatividad que se pretende tenga la misma, en el caso del IPC se trata de incluir en la misma a las acciones más representativas de los siete sectores económicos en los cuales se clasifica a las emisoras inscritas en la Bolsa Mexicana de Valores.

Para seleccionar que emisiones deben formar parte del IPC, en una lista jerarquizada de mayor a menor valor de índice de bursatilidad se toma a la más bursátiles, considerando además, para cada una, su valor de capitalización en relación a las otras emisiones dentro de su mismo sector, para lograr con ello que las emisoras seleccionadas sean las más representativas del sector al que pertenecen.

El número de emisiones que se ha utilizado para el cálculo del IPC ha fluctuado entre 35 y 50 en los últimos años. La muestra del IPC se somete a una revisión y actualización semestral.



2.7.2 Índices Sectoriales

Son los de los siete sectores en los que clasifica a las emisoras de acuerdo a su giro. Estos sectores son

- **Industria Extractiva:** La BMV clasifica este sector con un ramo: **Minera**
- **Industria de la Transformación:** La BMV clasifica este sector en diferentes ramos que son
 - Industrias químicas y petroquímicas
 - Celulosa y papel
 - Imprenta, editorial e industrias conexas
 - Industria siderúrgica
 - Industria metalúrgica
 - Productos metálicos
 - Eléctrico y electrónica
 - Maquinaria y equipo de transporte
 - Alimentos, Bebidas y Tabaco
 - Textil, vestido y cuero
 - Productos de caucho y plástico
 - Productos minerales no metálicos
 - Otras industrias de la transformación
- **Industria de la Construcción:** La clasificación que hace la BMV de este sector es
 - Construcción
 - Industria cementera
 - Materiales para la construcción
- **Comercio:** Solamente se clasifica en casas comerciales
- **Comunicaciones y Transportes:** La dividen en: Transportes y Comunicaciones
- **Servicios:** La BMV clasifica este sector en los siguientes ramos
 - Bancos
 - Casas de Bolsa
 - Seguros
 - Grupos Financieros
 - Otros servicios
- **Varios:** Se divide en Controladoras y otros.



2.7.3 Índices por actividad económica

Estos índices son:

- Industrial
- Comercial
- Servicios no Financieros
- Seguros y Bancos
- Casas de Bolsa
- Grupos Financieros.

2.7.4 INMEX

El INMEX es el Índice México de la Bolsa Mexicana de Valores, es un índice bursátil con una muestra de 20 a 25 emisoras en sus series más representativas y con los niveles más altos de bursatilidad, se consideran solamente series accionarias de emisoras cuyo valor de mercado mínimo sea de \$100 millones de dólares. La fórmula para calcular el INMEX es la misma que para calcular el IPC. El INMEX se ajusta por valor de capitalización y por derechos decretados por las emisoras. Sin embargo, no se ajusta por dividendos en efectivo. La muestra es revisada cada seis meses.

2.8 Tipos de Acciones

Existen las acciones comunes u ordinarias que otorgan iguales derechos y obligaciones a todos los accionistas, los tenedores de este tipo de acciones tienen derecho a voz y voto en las Asambleas de accionistas y poseen igualdad de derechos para participar de los dividendos cuando la Empresa obtenga utilidades.

También existen las acciones preferentes las cuales otorgan a sus tenedores algunos derechos preferentes en relación a los accionistas comunes, por ejemplo, preferencia a los dividendos a una tasa o cantidad establecida. Los accionistas preferentes no tienen derecho a voto.



La forma en que se obtiene el valor que tiene una acción depende del enfoque que se utilice para calcularlo; por ello, el valor contable de una acción suele ser distinto del valor nominal o del valor de mercado.

El valor nominal de una acción se determina dividiendo el capital social entre el número de acciones que ha emitido la empresa.

El valor en libros o valor contable de una acción, se calcula dividiendo el capital contable de la empresa, entre las acciones en circulación suscritas y pagadas.

El valor de mercado de una acción es aquel al que cotiza en un momento específico en la Bolsa de Valores.

2.9 Series Accionarias

Las claves de series más comunes son la "A", la "B", la "C", el "CPO" y la "L". Las series "A" son solo para mexicanos, las "B" y las "C" para nacionales o extranjeros (de libre suscripción), las "L" son de libre suscripción y los "CPO" son fideicomisos que cancelan ciertos derechos a sus tenedores. Para darnos una idea más detallada de los tipos de acciones que se negocian en el mercado mexicano es que se muestran a continuación:

- A Serie ordinaria reservada para accionistas mexicanos, y que sólo pueden ser adquiridas por extranjeros a través de inversionistas neutros o de ADRs.
- A1 Ordinaria en la que participan en forma directa accionistas mexicanos y representa la parte fija del capital, también llamada clase I.
- A2 Ordinaria en la que participan en forma directa accionistas mexicanos y representa la parte variable del capital, también llamada clase 2.
- A4 Es una serie A con un derecho pendiente de aplicar, en este caso relacionado con el cupón 4.
- AA Series accionarias no negociables de Telmex que se encuentran en fideicomiso.
- B Ordinaria conocida como Libre Suscripción, por lo que puede ser



- adquirida directamente por inversionistas extranjeros.
- B1** Ordinaria conocida como Libre Suscripción, por lo que puede ser adquirida directamente por inversionistas extranjeros; representa la parte fija del capital, también llamada clase 1.
 - B2** Ordinaria conocida como Libre Suscripción, por lo que puede ser adquirida directamente por inversionistas extranjeros; representa la parte variable del capital, también llamada clase 2.
 - BCP** Ordinaria conocida como Libre Suscripción, por lo que puede ser adquirida directamente por inversionistas extranjeros y representada por un certificado provisional.
 - BCR** Ordinaria conocida como Libre Suscripción, aunque es considerada de circulación restringida.
 - BCPO** Ordinaria conocida como Libre Suscripción, no negociable, ya que está incluida en un Certificado de Participación Ordinario.
 - B4** Es una serie B con un derecho pendiente de aplicar, en este caso con el cupón 4.
 - B-1** Emisión especial para funcionarios de la compañía, por lo que no son negociables.
 - C-1** Voto limitado de libre suscripción y representa la parte fija del capital.
 - CP** Certificado Provisional.
 - CPO** Certificado de Participación Ordinario de libre suscripción; estas acciones otorgan derechos de voto restringido.
 - D** Dividendo superior o preferente.
 - DCPO** Serie D incluida en un Certificado de Participación Ordinario, que otorga derechos de voto restringido, no negociable.
 - F** Series de emisoras filiales que están en poder de empresas controladoras extranjeras.
 - L** Voto limitado. Pueden ser adquiridas por inversionistas nacionales o extranjeros.
 - L4** Es una serie L con un derecho pendiente de aplicar, en este caso relacionado con el cupón 4.
 - LCPO** Serie L incluida en un Certificado de Participación Ordinario, que otorga derechos de voto restringido, no negociables.
 - T** Emisión especial para funcionarios de la compañía, por lo que no son negociables.
 - UB** Títulos vinculados que representan acciones serie B.



- UBC Títulos vinculados que representan acciones serie B y C.
- UBL Títulos vinculados que representan acciones serie B y L.
- ULD Títulos vinculados que representan acciones serie L y D.
 - 1 Ordinaria en la que participan en forma directa accionistas mexicanos y representa la parte fija del capital, también llamada clase 1.
 - 2 Ordinaria en la que participan en forma directa accionistas mexicanos y representa la parte variable del capital, también llamada clase 2.
- 1CP Ordinaria, representa la parte fija del capital, también llamada clase I, contiene un certificado provisional.
- 2CP Ordinaria, representa la parte variable del capital, también llamada clase 2, contiene un certificado provisional.

2.10 Funciones de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV)

- Inspeccionar y vigilar el funcionamiento de las Casas de Bolsa, Bolsas de Valores y Especialistas Bursátiles.
- Investigar y ordenar auditorías a las Casas de Bolsa.
- Suspender a emisoras que tengan desorden en sus cotizaciones
- Inspeccionar y vigilar el funcionamiento del INDEVAL
- Realizar publicaciones sobre el mercado de valores

2.11 La Desregulación Financiera a Nivel Mundial

A nivel mundial existen grandes centros financieros en los que, por lo general, se realizan operaciones, depósitos y créditos, de empresas o clientes que no pertenecen al país en el que se está desarrollando la operación financiera. Su surgimiento y, por lo tanto, la internacionalización y apertura de los mercados financieros ha estado relacionado, en gran medida, con la percepción que las autoridades de un país tienen de los mismos, de sus potenciales usuarios y del nivel de desarrollo de la economía. Es decir, si los gobiernos y los agentes económicos locales, vinculados a los negocios financieros, encuentran alguna ventaja en el desarrollo de un mercado financiero buscarán que se establezcan esquemas normativos flexibles con los cuales se pueda promover la ampliación y consolidación del mismo.



En casos distintos es posible que las autoridades impongan restricciones que impidan la internacionalización del mercado financiero de su país. Así se han dado casos en los cuales durante mucho tiempo fue imposible para el capital extranjero participar en los mercados financieros locales.

Sin embargo, en las últimas décadas se ha dado una importante transformación en el funcionamiento del sistema financiero internacional. Se pasó de un periodo de estabilidad financiera a un periodo caracterizado por una gran incertidumbre en términos de flujos financieros, tipos de cambio y tasas de interés.

Por un lado, los organismos financieros multilaterales, como el Fondo Monetario Internacional, fueron perdiendo terreno en los préstamos internacionales, y por otro, al cambiar los usuarios del crédito y aumentar los flujos de comercio y capital los negocios bancarios privados internacionales fueron incrementándose rápidamente. Esto creó las condiciones para que la regulación financiera local y externa empezara a relajarse.

Por ejemplo, si hasta la mitad del presente siglo el mercado financiero por excelencia era el mercado inglés; después de la segunda guerra mundial el mercado financiero estadounidense se convirtió en el centro financiero líder. El dólar se había transformado en la divisa preferida en las inversiones y en el comercio internacional.

Posteriormente, y en la medida que otras economías fueron creciendo aceleradamente surgieron nuevos centros financieros, como el alemán, el suizo y el japonés. Inclusive naciones que hasta hace tres décadas tenían un escaso desarrollo industrial o económico se transformaron no sólo en importantes exportadores de bienes manufacturados sino más aún en importantes centros financieros, como Singapur y Hong Kong.

Visto de manera global, se puede afirmar que el proceso de desregulación de los mercados financieros ha ido avanzando poco a poco y con matices diferentes; es decir, ha sido un proceso lento, en el que diversos factores como la necesidad de proteger el mercado de los negocios domésticos y mantener la toma de decisiones en manos de los agentes



económicos nacionales, han contribuido a que durante mucho tiempo se mantuvieran estructuras financieras altamente reguladas.

Inclusive, en periodos de gran inestabilidad económica cuando las instituciones financieras empiezan a competir por los capitales a través del manejo de las tasas de interés y los mercados se vuelven especulativos, la forma de limitar esa situación ha sido la de imponer regulaciones y topes sobre los pagos máximos y mínimos que los bancos comerciales deben hacer a los ahorradores, establecer controles sobre los flujos de capital, emitiendo normas en cuanto a la adecuación de capital, los requerimientos de reservas, las razones de solvencia, las limitaciones a un sólo prestatario y las actividades que los mismos tienen permitidas.

Por otra parte, como una de las mayores preocupaciones de los gobiernos, durante mucho tiempo, fue la de que la intermediación financiera se realizara por las instituciones financieras locales, se mantuvo restringido el acceso de la inversión extranjera a los negocios locales; tal es el caso del mercado estadounidense y el japonés.

Al lado de estructuras financieras altamente reguladas han existido mercados financieros altamente desregulados. Como es el caso del sistema financiero alemán, la legislación financiera alemana está enfocada a la definición de la segmentación del mercado, y no se pretende interferir con la competencia en el mercado financiero

Finalmente, entre los modelos altamente regulados y los más liberales se encuentran ejemplos como el de la banca canadiense, donde la regulación puede considerarse moderada. La parte más regulada del sistema financiero canadiense era la relativa al mercado de valores, en el que estaba prohibida la participación de los bancos.

Sin embargo en 1984 se inició un proceso de reforma financiera que culminó en 1987 con la liberalización del mercado de valores, permitiendo a cualquier firma, incluidos los bancos o compañías de seguros, abrir filiales para operar valores.



Sin embargo, en todos los casos antes mencionados se han dado pasos para acelerar la liberalización de los sistemas financieros domésticos. Entre las medidas que se han tomado tenemos la eliminación de techos a las tasa de interés, flexibilización de la reglamentación de los mercados de valores, eliminación en las restricciones para la integración de los diferentes intermediarios, eliminación de los impuestos a operaciones con valores, etc.

Adicionalmente el surgimiento de mercados financieros supranacionales y de nuevas figuras financieras apoyadas en los avances de la informática y de las comunicaciones, también han contribuido al proceso de integración y desregulación financiera a nivel mundial.

Así, la liberalización de las actividades financieras y la ampliación e integración de los mercados de capital, de opciones y futuros han permitido a las corporaciones financieras expandir la intermediación financiera, directa e indirecta, y con ello contribuir a que la realización expedita del intercambio entre los recursos de los ahorradores y las necesidades de los inversionistas.

Aunque la liberalización de actividades financieras puede servir para apoyar el incremento en los flujos comerciales y de capital hay que mencionar, sin embargo, que en el proceso de globalización de los mercados financieros existen algunos riesgos, entre los que cabe destacar los siguientes:

- Se puede dificultar la supervisión encargada a los reguladores bancarios, lo que dificulta la detección en los balances bancarios de manejos fraudulentos.
- Se puede perder el control sobre los agregados monetarios de la economía, lo que vuelve difícil la conducción de una política monetaria independiente.
- Incrementar los riesgos y las posibilidades de pérdidas de capital.



En este contexto, en el que la dinámica propia de la inversión, del movimiento de los flujos de capitales más allá de las fronteras y de la creciente competencia, en términos de nuevas tecnologías e intermediarios financieros, donde la desregulación e integración de los mercados financieros se está volviendo un hecho.

2.12 Proceso de Apertura del Sistema Financiero Mexicano

En un contexto en el que globalización económica se ha extendido a muchas regiones en el mundo y donde lo predominante, en materia financiera, es crear esquemas normativos que faciliten el libre flujo de capitales, uno de los elementos más importantes fue la estrategia de modernización económica del presidente Salinas de Gortari de internacionalizar los mercados financieros.

Para lograr esto, desde 1988 se pusieron en práctica una serie de modificaciones y reformas en materia financiera. Su implementación generó un doble efecto: por una parte, la liberación de actividades financieras y, por otra, una importante reforma institucional.

Estas medidas fueron adoptadas con el objetivo de incrementar la competitividad de los intermediarios financieros y reducir la segmentación existente en el sistema financiero nacional.

La creciente necesidad de recursos para inducir una nueva etapa de crecimiento del producto y ante los escasos resultados obtenidos con la reprivatización bancaria, el gobierno asumió la tarea de acelerar el proceso de apertura en el sistema financiero. Para ello se eliminaron las restricciones que impedían a la inversión extranjera participar en la intermediación financiera.

Esto termina con una etapa de desarrollo del *Sistema Financiero Mexicano* en la que había existido una exclusión absoluta para que los prestadores de servicios financieros del extranjero pudieran operar en el territorio nacional.



Si bien es cierto que la aceptación para que la banca extranjera participara en el mercado local estuvo inicialmente limitada a algunas operaciones financieras con características específicas, a mediano y a largo plazo sus posibilidades para incrementar su participación en los diferentes segmentos del mercado financiero se ha ampliado.

Una de las características recientes más importantes de la economía mundial, dentro del proceso de globalización de los mercados, es la creación de esquemas económicos que por medio de la desregulación e integración de los sistemas financieros de distintos países facilitan el flujo de capitales.

2.13 Modernización del Sistema Financiero Mexicano

En las últimas décadas se han dado importantes transformaciones en el Sistema Financiero Internacional. Han surgido nuevos centros financieros, se han creado nuevas figuras financieras y, en muchos casos, la normatividad que rige las actividades financieras se ha vuelto más flexible. Esto se ha desarrollado en un contexto en el que la interdependencia entre los sistemas financieros y las monedas se está reflejando en un constante movimiento en los tipos de cambio, las tasas de interés y del flujo de capitales.

En la lógica de sumarnos a ese proceso de transformación de los negocios y de la intermediación financiera se iniciaron una serie de medidas de carácter normativo que tiene como objetivo mejorar la eficiencia del Sistema Financiero Mexicano (SFM) en su conjunto. Se partió del supuesto de que la mayor competencia, nacional y extranjera, en el mercado doméstico incrementará los niveles de eficiencia global del SFM y, a partir de ello, servir de apoyo al proceso de reindustrialización que le país requiere.

Se ha partido de la idea de que con la desregulación y la apertura al capital externo en el mercado financiero se podría generar un proceso de modernización tecnológica y de diversificación de los instrumentos de financiamiento.



Cubiertos estos dos aspectos, y según la lógica gubernamental, se incrementará la eficiencia en el área de pagos, de las transferencias y de los depósitos. Con ello, se supone que se ampliarán las condiciones de la cobertura de los mercados. Inclusive se planteó que con la liberalización financiera, mejoraría la estructura operativa del sistema financiero en su conjunto, y de esa forma, al haber una mayor canalización de recursos a las actividades productivas, se enfrentaría en mejores condiciones la apertura del mercado.

Así siguiendo la tendencia de liberalización en el movimiento de capitales y a la desregulación de los mercados financieros, a partir de 1989 se inició el proceso de modernización y desregulación del SFM. Este se puede estudiar en tres etapas, las cuales tienen elementos comunes que a lo largo del periodo han ido adecuándose, y que son las siguientes:

- Primera Etapa. Relacionada con la estrategia de reprivatización bancaria y la liberalización de operaciones financieras.
- Segunda Etapa. Relacionada con la internacionalización de las actividades bancarias y bursátiles.
- Tercera Etapa. Relacionada con la creación de nuevos intermediarios, figuras e instrumentos institucionales.

2.13.1 Primera Etapa. Reprivatización bancaria y liberalización de operaciones financieras

Esta etapa se inició con la privatización bancaria y la modificación al régimen de prestación del servicio público de banca y crédito. Esto permitió una estricta diferenciación entre el campo de participación financiera de sector público y del sector privado, en lo consecutivo el estado dejaría de participar en actividades de banca comercial y concentraría sus actividades en la banca de desarrollo.



Uno de los aspectos en que más énfasis puso el gobierno mexicano fue en la promoción de la integración de grupos financieros. Para ello se reconoció de manera formal y se fortaleció la tendencia observadora, desde tiempos atrás, de integración entre distintos intermediarios.

En cuanto a la liberalización de actividades, en esta etapa, se eliminaron los controles sobre las tasas de interés, se permitió a las instituciones bancarias fijar de manera libre las tasas y los plazos en sus operaciones activas y pasivas.

Se desreguló la actividad de los comisionistas, se eliminaron los requerimientos de reserva, se liberó el régimen de inversión para que las sociedades de inversión pudieran fijar libremente sus políticas de diversificación de activos, se eliminaron las reservas de fluctuación de valores y se dotó de autonomía al Banco de México¹.

2.13.2 Segunda etapa. La internacionalización de las actividades bancarias y bursátiles

Dentro de la estrategia de modernización financiera se asumió la tarea de terminar con un ciclo de desarrollo del SFM en el cual la inversión extranjera había estado totalmente prohibida.

La apertura se inició con la Ley de Instituciones de Crédito de 1990, donde se estableció que en la "serie C" de capital social de las instituciones de banca múltiple podrían participar "personas físicas o morales extranjeras que no tengan el carácter de gobiernos o dependencias oficiales" y podría ser hasta del 30 por ciento del capital de la institución.

Para complementar lo anterior, se flexibilizó la normatividad relacionada con la operación de valores extranjeros, Se estableció el Sistema Internacional de Cotizaciones para que los valores extranjeros pudieran ser intermediarios en el territorio nacional.

¹ También conocido como *Banxico*.



Esto vino a apoyar la oferta pública de valores en el territorio nacional, independientemente de la nacionalidad del emisor. Inclusive se autorizó a las casas de bolsa para que realizaran libremente sus operaciones en el mercado internacional y se hicieron extensivos a los valores extranjeros, los servicios que prestan los Institutos para el Depósito de Valores.

Por otra parte, en el capítulo XIV sobre Servicios Financieros del TLC para América del Norte se especificaron de manera puntual los tiempos para la apertura del mercado financiero nacional y las características de la misma. Quedo establecido que la participación extranjera se daría a través de la figura de filiales

2.13.3 Tercera etapa. Creación de Nuevos Intermediarios. Figuras e Instrumentos Institucionales

En esta etapa, las autoridades se dieron a la tarea tanto de fomentar el surgimiento de nuevos intermediarios como de impulsar la consolidación de cierto tipo de operaciones financieras.

En los países desarrollados se tienen sistemas financieros maduros; sus procesos de intermediación se complementan con la operación de fondos de inversión, casas de bolsa, uniones de crédito, cajas de ahorro, etc., donde además cuentan con sistemas de comunicaciones e informática que aceleran el movimiento de la circulación del dinero y de los pagos.

3. LOS ADR'S Y SU FUNCIONAMIENTO

Este Capítulo aborda el tema de los ADR's, qué son, cómo funcionan y los beneficios que traen consigo para aquellos que participan en los mercados donde se negocian. Esto para que cuando el lector que no está familiarizado con el tema inicie la lectura del Capítulo 4 pueda entender de qué se está hablando.

Una de las opciones de financiamiento para las empresas es la emisión de títulos, tales como obligaciones, bonos y acciones. Las empresas que emiten acciones pueden colocarlas, es decir venderlas, en el mercado de valores mexicano por medio de Casas de Bolsa que las negocian en la Bolsa Mexicana de Valores.

Sin embargo, existen empresas mexicanas que cotizan sus acciones en los mercados de valores internacionales como el europeo o el estadounidense. En este último la colocación de valores mexicanos se hace mediante Recibos de Depósito, que son instrumentos que permiten a las empresas que no son estadounidenses cotizar en los mercados americanos de valores.

Los recibos de depósito estadounidenses o ADR's¹, surgieron en la década de los veinte para permitir desarrollar la inversión de Estados Unidos en otros países; sin embargo hasta años recientes el mercado de los recibos de depósito ha experimentado un rápido crecimiento. A través de este mercado los inversionistas han buscado participar en los siguientes procesos:

- La integración de la Comunidad Económica Europea.
- La transición de los Países del Bloque del Este a economías de mercado.
- La privatización de compañías de clase mundial.
- El rápido crecimiento de la Cuenca del Pacífico y Latinoamérica.

La demanda de ADR's ha sido impulsada por el deseo de los inversionistas individuales e institucionales de diversificar sus carteras de inversión, reducir el riesgo e invertir internacionalmente de la manera más eficiente posible.

¹ Por sus siglas en inglés *American Depositary Receipts* (Recibos Americanos de Depósito)



Muchos inversionistas aceptan los beneficios de la diversificación internacional; sin embargo reconocen los desafíos enfrentados cuando invierten directamente en los mercados de valores locales, entre los cuales se encuentran:

- Sistemas de liquidación ineficientes.
- Servicios de custodia inciertos.
- Cambios de moneda costosos.

Los ADR's superan muchos de los obstáculos inherentes a la operación y custodia relacionados con la inversión internacional. La inversión a través de recibos de depósito permite al inversionista internacional gozar de los beneficios de la diversificación global sin incurrir en los costos adicionales y las complejidades de invertir directamente en los mercados locales.

3.1 Qué son los recibos de depósito

Aunque durante mi investigación encontré varias definiciones de lo que es un ADR, la que me pareció más completa es la emitida por la CONDUSEF² en su Glosario de Términos Financieros, la cual dice que un ADR es:

“Un certificado negociable que representa la propiedad de un número específico de acciones de una compañía no estadounidense. Es emitido y controlado por un banco depositario (Estados Unidos) contra las acciones depositadas en otro banco (mexicano). Se utiliza para facilitar las transacciones de ese tipo de acciones en los mercados estadounidenses y agilizar la transferencia de una acción fuera de los Estados Unidos”.

Además la CONDUSEF dice que: “Los ADR's están denominados en dólares, se negocian en el mercado estadounidense, se consideran legítimamente como un valor de los Estados Unidos”.

Por lo tanto, un ADR es un Certificado negociable emitido por un banco de Estados Unidos que representa y ampara el depósito de títulos valor tales como acciones o títulos de deuda de emisoras mexicanas, facultadas por la

² Siglas de la *Comisión Nacional para la Defensa de los Usuarios de Servicios Financieros*.



Estos recibos son emitidos y administrados por una entidad establecida en los Estados Unidos, generalmente un banco internacional quien funge como depositario de los títulos. Adicionalmente, estos recibos pueden ser intercambiados por los títulos depositados.

Los ADR's constituyen un mecanismo mediante el cual, las acciones comunes de empresas no estadounidenses se convierten en valores americanos, con lo cual se cumple con la regulación que establece que en los mercados estadounidenses únicamente se pueden cotizar valores americanos, y con los requerimientos de los inversionistas e instituciones que desean invertir en valores extranjeros sin las complicaciones que implica el tener acciones de una empresa de otro país.

Las tres bolsas de valores de los Estados Unidos en las cuales se cotizan ADR's mexicanos son las siguientes:

- NYSE (New York Stock Exchange).
- AMEX (American Stock Exchange).
- Nasdaq (National Association of Securities Dealers Automated Quotations – Sistema Automatizado de Cotizaciones de la Asociación Nacional de Agentes de Valores).

3.2 Tipos de recibos de depósito

Los recibos de depósito abarcan los recibos de depósito que estadounidenses (ADR's), los recibos de depósito estadounidense emitidos bajo la regla 144A (RADR's) y los recibos de depósitos globales. Los nombres de estos recibos identifica el mercado en el cual están disponibles.

Los ADR's se ofrecen públicamente a inversionistas de las bolsas de valores estadounidenses a través del mercado extrabursátil.



Los RADR's se ofrecen mediante colocaciones privadas y son rendidos solamente a inversionistas institucionales calificados a través del sistema PORTAL en Estados Unidos, que es un sistema automatizado para la operación extrae bursátil entre inversionistas institucionales. Y los GDR's que se negocian generalmente en uno o más mercados de la rueda del país de la compañía extranjera emisora.

La diferencia esencial entre los ADR's y los llamados GDR's radica en los mercados de valores dentro de los cuales se permite su operación. Mientras los ADR's están autorizados para ser negociados solamente en los mercados estadounidenses, los GDR's pueden ser negociados simultáneamente en varios mercados, principalmente europeos, incluyendo el estadounidense. Ello incrementa la penetración de la compañía emisora en el ámbito internacional.

3.3 ADR's patrocinados y no patrocinados

La emisión de de recibos de depósito estadounidenses (ADR's) puede ser por iniciativa de los inversionistas o promovido por la compañía listada. En el primer caso, los recibos se denominan no patrocinados; y en el segundo, patrocinados. La principal diferencia entre ambos recibos lo constituye la celebración de un contrato de servicio un acuerdo de depósitos entre la empresa emisora y el intermediario estadounidense.

Los ADR's no patrocinados son emitidos directamente por una institución de depósito estadounidense poseedora de un determinado número de acciones de la compañía extranjera que avale su emisión sin ningún acuerdo formal con dicha empresa.

Debido a que los costos administrativos de la emisión de transfieren directamente al inversionista en través del precio de compra, este tipo de recibos de depósitos ya que es obsoleto.

Los ADR's patrocinados se caracterizan por la existencia de un acuerdo de depósito o un contrato de servicio entre la empresa no estadounidense interesada en la cotización de sus acciones en el mercado estadounidense, y



algún banco depositario debe Estados Unidos. Mediante este acuerdo, la compañía extranjera deposita en la institución un número determinado de acción que avalen la posterior emisión de los ADR's. En este tipo de ADR's, los costos administrativos y por concepto de comisiones que se generan por su emisión y colocación son absorbidos en su totalidad por la empresa emisora interesada en dicha cotización a diferencia de los recibos de depósito no patrocinados.

En el mercado estadounidense existen tres niveles de ADR's patrocinados, estos son conocidos como ADR's de Nivel I, ADR's de Nivel II y ADR's de Nivel III.

3.3.1 ADR's de Nivel I

Es la manera más simple y rápida para las compañías extranjeras de tener acceso a los mercados de capital estadounidense. Los recibos de depósito de este nivel se negocia en el mercado extrabursátil estadounidense, y sus precios se publican en las " Hojas Rosas" de la Oficina Nacional de Cotizaciones, en la lista de anuncios de mercados extrabursátiles de la Asociación Nacional de Intermediarios de Valores (NASD), o en ambos sitios.

El establecimiento de un programa de nivel I no requiere un registro completo ante la Comisión de Valores y Bolsas de los Estados Unidos (SEC) ni la compañía necesita proporcionar sus informes contables de acuerdo a los Principios Contables Generalmente aceptados de los Estados Unidos (US GAAP) ni tampoco proveer una revelación de información completa ante la SEC.

En esencia, el programa de recibos de depósito patrocinados nivel I permite a las compañías agilizar el proceso de penetración en el mercado norteamericano, reducir sustancialmente los costos de colocación, así como evitar cambiar su sistema actual de reporte contable.



La mayoría de los programas de ADR's patrocinados son de nivel I. este tipo de ADR's corresponde al segmento de mayor crecimiento dentro del mercado de los recibos de depósito.

Numerosas compañías han iniciado su incursión en los mercados de capital estadounidense a través del programa nivel I para luego continuar con el nivel II o inclusive hacer una oferta pública de acciones a través del programa nivel III.

Debido a la gran bursatilidad de la mayoría de los recibos de depósito emitidos bajo este programa, la participación de los inversionistas extranjeros en la empresa emisora llega a alcanzar del 5 al 15% de la base accionaria de la compañía.

3.3.2 ADR's de Nivel II

Están sujetos a un registro más estricto por parte de la SEC, y no sólo se pueden negociar en el mercado extra bursátil sino también en una bolsa de valores de Estados Unidos.

Este programa es el indicado para cuando la compañía tiene la intención de aumentar su grado de penetración y exposición en los mercados estadounidenses. Asimismo se exige que los reportes contables de la empresa emisora sean de acuerdo a las US GAAP.

Como consecuencia de estas exigencias, las empresas emisoras optan generalmente por mantener su nivel I y cotizar únicamente en el mercado extrabursátil.

Sin embargo, hay compañías que obtienen el nivel II lo cual les permite cotizar en bolsas de valores de gran prestigio como la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE) o el Sistema Automatizado de Cotización de la Asociación Nacional de Intermediarios de Valores (NASDAQ).



3.3.3 ADR's nivel III

Están sujetas a requerimientos más estrictos de registro y divulgación de información exigidos por la SEC y sus reportes contables deberán elaborarse en apego a las US GAAP³. Este tipo de programa es el que otorga mayor penetración en los mercados estadounidenses pues se caracteriza por la posibilidad que tiene la compañía emisora de incrementar su capital.

3.4 Emisión de recibos de depósito

Para la autorización de una emisión de ADR's por parte de la Comisión de Valores y Bolsas de los Estados Unidos (SEC) deben participar en las siguientes figuras jurídicas:

- La compañía emisora de acciones. Deberá ser no estadounidense de manera mayoritaria.
- Un banco custodio. Mantendrá bajo su poder las acciones que avalen la emisión de los ADR's y deberá ser corresponsal del banco depositario estadounidense que los emita.
- Un banco depositario. Deberá ser estadounidense y tendrá a su cargo la emisión de los ADR's, así como su entrega a los inversionistas y el envío del material requerido a la asamblea de accionistas.
- La bolsa nacional de valores. Dará seguimiento y registrará las cotizaciones de los ADR's en comparación con sus valores colaterales nacionales y las operaciones de arbitraje que de estas se deriven.
- Una institución nacional de depósito de valores. Llevar a cabo el registro de las instituciones o inversionistas que posean las acciones y fungirá como custodio de los valores con base en los cuales se emitan ADR's.
- Casas de bolsas extranjeras y estadounidenses. Fungirán como agentes colocadores en y entre ambos mercados, según corresponda.

³ Con estas siglas son conocidos los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados en los Estados Unidos.



- Intermediarios bursátiles extranjeros y estadounidenses.
- Inversionistas participantes en los mercados de valores de Estados Unidos.

En principio, el inversionista contacta al intermediario bursátil para solicitar la compra de los recibos de depósito. El intermediario en cuestión, ya sea a través de sus propias oficinas internacionales o de un intermediario afiliado, compra el número equivalente en acciones en el mercado origen, y solicita su entrega al custodio del banco depositario en dicho país.

El inversionista sin involucrarse en la transacción realizada en el mercado local recibe un precio en firme de los recibos de depósito sin importar cómo el intermediario liquide la operación.

El intermediario que inicia la transacción recibe dólares americanos del inversionista el día de la liquidación, y paga por las acciones en la moneda de origen. Asimismo, el intermediario asume la responsabilidad del riesgo cambiario asociado a dicha compra.

En el mismo día que son entregadas las acciones al banco custodio, éste le notifica al banco depositario. Al recibir dicha notificación, el banco depositario emite los recibos de depósito y los entrega al intermediario quien a su vez hará lo propio con el inversionista en apego a las prácticas de liquidación estadounidenses.

En algunos casos, en lugar de comprar las acciones en el mercado local, el intermediario ya las tiene en su posición y únicamente las deposita para su conversión en recibos de depósito.

La decisión de comprar las acciones fuera de Estados Unidos para luego convertirlas en recibos de depósito en lugar de comprar recibos de depósito ya existentes en el mercado norteamericano es tomada usualmente por el área del negocio correspondiente del intermediario que ejecuta la orden.



Cuando se trata de la colocación de acciones de una compañía no estadounidense que se venderán como recibos de depósito en Estados Unidos o en el mercado internacional sucede lo siguiente. La empresa entrega las acciones al custodio local del banco depositario. Los correspondientes recibos de depósito son emitidos por el banco depositario, y luego entregados al sindicato de colocadores quienes se encargan de su distribución.

3.5 Traspaso de recibos de depósito

A este proceso se le conoce como Negociación Intramercado. Una vez emitidos, los recibos de depósito pueden ser negociados libremente en los Estados Unidos en la misma forma que las acciones estadounidenses. Cuando un recibo de depósito es vendido a otro inversionista estadounidense, el recibo en cuestión es transferido simplemente de un tenedor (vendedor) a otro (comprador) de acuerdo a las reglas de compensación y liquidación estadounidenses.

La operación que involucra únicamente recibos de depósito tanto en la parte vendedora como en la compradora es llamada una negociación intramercado.

Una transacción intramercado, al igual que una estadounidense, se liquida en dólares americanos, al tercer día hábil siguiente de la fecha de operación, y regularmente a través de la Depository Trust Company (DTC).

Para aquellos inversionistas que requieren un certificado físico de su recibo de depósito es posible emitirlo como en cualquiera de los casos de acciones estadounidenses. Actualmente el 95% del total de transacciones en el mercado de recibos de depósito corresponden a negocios intramercado.

El inversionista estadounidense poseedor de recibos de depósito recibe típicamente la misma oferta de servicios que el inversionista tenedor de acciones norteamericanas.

En esencia, los recibos de depósito han "americanizado" las acciones no estadounidenses para ser negociadas en los mercados de Estados Unidos.



De ahí que el papel más importante del Banco depositario sea el de agente de transferencias y el de registrador. Es por ello crucial que el Banco depositario mantenga sofisticados sistemas de transferencia y acciones y una amplia capacidad operativa.

3.6 Negociación de recibos de depósito

Una vez que los recibos depósito son emitidos, y un número suficiente de éstos esté disponible en el mercado, un verdadero comercio intramercado emerge. Hasta que el mercado de recibos de depósito se desarrolle, la mayoría de las compras resultarán de operaciones transfronterizas en las cuales los recibos de depósito se emitirán amparados por el correspondiente depósito de las acciones.

Cuando se ejecuta una operación de recibos depósito, el intermediario busca obtener el mejor precio comparando el precio del recibo de depósito con su equivalente en dólares de las acciones y el mercado local.

Los intermediarios comprarán o venderán en el mercado que les resulte más que favorable mediante la emisión de nuevos recibos de depósito, o el traspaso de recibos de depósito existentes o la cancelación de recibos de depósito.

Para calcular el precio, en pesos mexicanos, por cada acción integrante de un lote representado por un ADR se utiliza la siguiente ecuación:

$$\frac{\text{Valor del ADR en dólares} + \text{Comisiones}}{\text{Número de acciones representadas}} \times \text{Tipo de Cambio} = \text{Valor de cada acción}$$

Por ejemplo, si el precio en dólares de las acciones en el mercado de origen equivale a \$13.28 por acción (1 recibo de depósito = 1 acción) y el del recibo de depósito en el mercado de valores estadounidense a \$13.30, el intermediario, ya sea para su posición propia o basado en una orden de un inversionista, comprará las acciones y venderá recibos de depósito (mediante



la emisión de éstos a través del banco depositario) hasta que el precio de las acciones ascienda a \$13.30 o el precio de los recibos de depósito disminuya a \$13.28.

Regularmente el precio se equilibra en el punto medio lo cual significará que ambos mercados alcanzaron el equilibrio. A partir de este momento los intermediarios venderán o comprarán los recibos de depósito ya existentes en el mercado.

Actuando por cuenta del inversionista en la compra de recibos de depósito, el intermediario ejecutará la operación al mejor precio disponible en el mercado estadounidense. Sin embargo, si la orden es significativa, el intermediario podría "trabajar la orden" y buscar el mejor precio disponible en el mercado estadounidense o en el local. Luego procedería a la liquidación de la operación mediante la entrega de los recibos de depósito al inversionista en el periodo estándar de liquidación.

El intermediario realizará operaciones de arbitraje entre ambos mercados, el estadounidense y el local, únicamente si la diferencia entre precios es mayor que los costos incurridos por la operación transfronteriza o si no hay suficiente liquidez en el mercado de los recibos de depósito. Las operaciones transfronterizas que pudieran realizarse comúnmente pasan inadvertidas para el inversionista en recibos de depósito.

Por otro lado, un verdadero arbitraje entre los mercados no resulta cuando el intermediario mantiene un inventario de acciones o de recibos de depósito ya que puede decidir vender parte de su posición para surtir una orden de compra y utilizar el precio local como referencia para la fijación del precio del recibo de depósito.

3.7 Cancelación de recibos de depósito

Cuando los inversionistas quieran vender sus recibos de depósito notifican a su intermediario, quien podrá venderlos en el mercado estadounidense a través de una transacción intramercado como se describió



previamente, o vender las acciones subyacentes fuera de Estados Unidos, usualmente en el mercado doméstico a través de una operación transfronteriza.

Por lo regular, el inversionista no está involucrado en la negociación transfronteriza y recibe un precio en firme por sus recibos de depósito independientemente de cómo el intermediario liquide la operación.

La decisión de vender las acciones fuera de Estados Unidos en lugar de sus respectivos recibos de depósito en el mercado norteamericano es tomada por el departamento correspondiente del intermediario ejecutor de la orden.

En operaciones transfronterizas, los intermediarios, ya sea a través de sus oficinas internacionales o de intermediarios afiliados, venden las acciones correspondientes en el mercado doméstico. Para liquidar dicha operación, el intermediario estadounidense "cancela" el recibo de depósito en el banco depositario con instrucciones de entregar las acciones subyacentes al comprador en el mercado local.

El banco depositario cancela el recibo de depósito e instruye al banco custodio liberar las acciones subyacentes y entregarlas al intermediario local quien funge como el comprador.

El intermediario estadounidense pacta el tipo de cambio para convertir la moneda extranjera en dólares americanos y realizar el pago correspondiente al tenedor del recibo de depósito.

3.8 Fijación del precio de los recibos de depósito

El precio teórico de un recibo de depósito equivale a multiplicar el precio de la acción por el número de acciones que representa un recibo de depósito, por el tipo de cambio aplicable más los costos de transacción.

En algunos casos, los precios de los recibos de depósito con relación a los de sus acciones subyacentes no son explicados por la anterior expresión,



pues la demanda por parte de los inversionistas puede variar de un mercado a otro. Ello provocará que los recibos de depósito se negocien con un descuento o premio, lo cual permitirá realizar operaciones de arbitraje hasta que los precios se equilibren.

La continua compra y venta de recibos de depósito impide la existencia de diferencias significativas entre sus precios y los de sus acciones representadas. Como consecuencia, la mayoría de las operaciones con recibos de depósito no involucran emisiones o cancelaciones sino solamente trasposos.

En varias regiones del mundo, el mercado de los recibos de depósito está abierto mientras el mercado nacional permanece cerrado. En este caso, el precio de apertura del recibo de depósito se basa en precio de cierre del día anterior en el mercado nacional. De igual manera, el precio de cierre en el mercado de los recibos de depósito influirá también en el precio de apertura de la acción cuando el mercado doméstico abra. Cuando el mercado se encuentra cerrado, el precio de los recibos de depósito variará en función de las fuerzas de oferta y demanda, y del flujo de información disponible.

3.9 Beneficios para los participantes en el mercado de ADR's

En la actualidad existen más de 2,000 programas de recibos de depósito establecidos por compañías de más de 70 países. Las empresas han encontrado que la celebración de estos acuerdos ofrece numerosas ventajas por las siguientes razones:

- Amplía el mercado donde se negocian sus acciones y logran una base de accionistas más diversificada.
- Contribuye a mejorar la imagen de los productos, servicios e instrumentos financieros de la compañía en un mercado localizado fuera de su país.
- Provee un mecanismo para llevar a cabo adquisiciones y fusiones.
- Facilita la obtención de créditos en monedas duras a menores tasas de interés al participar en los mercados internacionales.



- Ofrece un nivel adicional de confianza al inversionista extranjero porque la empresa emisora ha cumplido con los requisitos de revelación de información financiera exigidos para su inscripción en alguna de las principales bolsas de valores del mundo.
- La colocación de recibos de depósito amplía y diversifica las posibilidades de la empresa para incrementar su capital y financiar sus proyectos de inversión.

Además de los beneficios ya expuestos, una razón que impulsa a las empresas a listarse en Estados Unidos es el efecto positivo que tienen las emisiones de ADR's en el precio de la acción en el mercado local.

Lo anterior puede explicarse por tres factores que están relacionados con el contraste que existe entre los mercados de capitales estadounidenses y otros menos desarrollados.

- Primero, el compromiso de adherirse a los exigentes requerimientos de reporte de la SEC quien ofrece información a los inversionistas.
- Segundo, las empresas que emiten por primera vez ADR's amplían la base de inversionistas.
- Tercero, la mayor liquidez y profundidad de los mercados de capitales estadounidenses incrementan el valor de la acción de la empresa.

En mayor medida los inversionistas intentan diversificar sus carteras de inversión internacionalmente; sin embargo, obstáculos como: liquidaciones ineficientes, cambios de moneda costosos, servicios de custodia no confiables, poca disponibilidad de información, diferentes prácticas de mercado, aspectos fiscales confusos y políticas internas de inversión pueden desalentarlos.

Estos inconvenientes pueden ser salvados mediante los recibos de depósito. Estos títulos ofrecen a los inversionistas entre otros los siguientes beneficios:



- Facilitan la compra y venta de acciones extranjeras con la seguridad y respaldo que otorgan las figuras jurídicas que participan en su emisión y cotización.
- El pago de dividendos y de impuestos se facilita pues estas actividades se realizan en un mismo país bajo los acuerdos bilaterales y tratados vigentes.
- Permiten penetrar en mercados internacionales que por razones legales y/o tributarias prohíben o hacen poco redituable e inconveniente la inversión extranjera en tales mercados.
- Superan las restricciones que establecen los fondos de inversión, de pensiones y otras instituciones en la compra y tenencia de valores fuera del mercado nacional.
- Los recibos de depósito son tan líquidos como las acciones subyacentes, pues son intercambiables.

En resumen la importancia que tienen la emisión y colocación de ADR's para las empresas es que por medio de ellos éstas pueden acceder al capital que pueden proporcionar los inversionistas de otros países, en este caso de los Estados Unidos, y de esta manera diversificar su cartera de obligaciones debido a una presencia en mercados distintos para reducir el riesgo sistemático que se presenta en el mercado mexicano, contrastándolo con el riesgo sistemático más bajo que presenta el mercado estadounidense.

3.10 ADR's y liberalización e integración de mercados

El papel de los ADR's en los mercados ha sido mencionado por investigadores como Fernandes y Karolyi, quienes han llegado a conclusiones en las cuales se plantea que los ADR's juegan un papel importante en la liberalización de los mercados y su integración debido a que con ellos tanto las empresas como los inversionistas pueden incursionar en mercados internacionales y así lograr paulatinamente una apertura financiera mundial debido al desarrollo de mercados que envían y reciben flujos de capital de otros⁴.

⁴ Nuno Fernández, "Market liberalization: Spillovers from ADR's and Implications for Local Markets"
Andrew Karolyi, "The Role of ADR's in the Development of Emerging Equity Markets"
Andrew Karolyi, "The Role of ADR's in the Development and Integration of Emerging Equity Markets"

4. ANÁLISIS DE EMPRESAS MEXICANAS QUE HAN EMITIDO ADR'S

Teniendo como referencia los aspectos teóricos abordados en los capítulos anteriores, que tienen la finalidad de que a los lectores que no están familiarizados con el tema se les facilite el poder entender lo que se trata en este cuarto capítulo, doy inicio al presente.

Este trabajo, en especial este capítulo, se desarrolla con la finalidad de poner a prueba la hipótesis planteada para esta investigación, la cual dice que: *La Prima de Riesgo para una empresa es menor después de haber emitido ADR's. Es decir, para una empresa que emite ADR's disminuye el Costo de Capital Accionario Común.*

Debido a lo anterior, en los siguientes párrafos describiré cual fue el proceso que lleve a cabo para la realización de este estudio y cuales fueron los resultados obtenidos.

4.1 Empresas mexicanas con ADR's vigentes

Lo primero que hice fue averiguar en los Indicadores Bursátiles de la Bolsa Mexicana de Valores y en el Análisis Financiero y Bursátil, editado por Banamex, cuales eran las empresas mexicanas que cotizaban en la Bolsa Mexicana de Valores y que tuvieran programas de ADRs vigentes, además de conocer cuales eran las fechas de emisión de los mismos.

Las emisoras que tenían dichos programas hasta la fecha señalada fueron las que se muestran en el cuadro 4.1.

Por otra parte, con la ayuda de la base de datos Económica¹, obtuve la fecha en la que dichas empresas comenzaron a cotizar en la BMV con las series accionarias vigentes hasta la fecha, así como las cotizaciones que tuvieron. Cabe mencionar que en lo referente a las cotizaciones obtenidas no es conveniente anexarlas debido a la extensión de los archivos obtenidos.

¹ Ésta base de datos fue consultado en la biblioteca de la Facultad de Economía de la Universidad Nacional Autónoma de México.



Cuadro 4.1 *ADR's mexicanos cotizados en USA hasta el 2 de Noviembre de 2005*

Sector	Clave ADR	Empresa	Fecha de Emisión
Alimentos y Cigarros	IBA	Industrias Bachoco, S.A. de C.V.	Septiembre 1997
	MSK	Grupo Industrial Maseca, S.A. de C.V.	Mayo 1994
	VAL	Savia, S.A. de C.V.	Octubre 1993
Bebidas	FMX	Fomento Económico Mexicano, S.A. de C.V.	Febrero 2004
	KOF	Coca-Cola FEMSA, S.A. de C.V.	Septiembre 1993
Cemento	CX	Cemex, S.A. de C.V.	Septiembre 1999
Constructoras	HXM	Desarrolladora Homex, S.A. de C.V.	Junio 2004
	ICA	Empresas ICA, Sociedad Controladora, S.A. de C.V.	Abril 1992
Comerciales Autoservicio	MCM	Controladora Comercial Mexicana, S.A. de C.V.	Septiembre 2003
	WMMVY	Wal-Mart de México	Diciembre 1997
Comerciales Especializadas	EKT	Grupo Elektra, S.A. de C.V.	Diciembre 1994
	SAB	Grupo Saba, S.A. de C.V.	Diciembre 2002
Comunicaciones y Transportes	AMX	América Móvil, S.A. de C.V.	Febrero 2001
	CEL	Nuevo Grupo Iusacell, S.A. de C.V.	Agosto 1999
	RC	Grupo Radio Centro, S.A. de C.V.	Julio 1993
	TMX	Teléfonos de México, S.A. de C.V.	Mayo 1991
	TV	Grupo Televisa, S.A. de C.V.	Septiembre 2002
	TMM	Grupo TMM, S.A. de C.V.	Junio 1992
Grupos Industriales	TZA	TV Azteca, S.A. de C.V.	Agosto 1997
	DES	Desc Sociedad de Fomento Industrial, S.A. de C.V.	Julio 1994
	IMY	Grupo Inmsa, S.A. de C.V.	Diciembre 1996
Papel y Celulosa	VTO	Vitro, S.A. de C.V.	Noviembre 1991
	CDG	Grupo Industrial Durango, S.A. de C.V.	Mayo 2004
Siderúrgica	KCDMY	Kimberly Clark de México, S.A. de C.V.	Noviembre 1993
	SIM	Grupo Simec, S.A. de C.V.	Junio 1993

Las fechas de emisión de acciones en la BMV para las empresas que tenían programas vigentes de ADRs son las que se muestran en el cuadro 4.2.



Cuadro 4.2 *Fecha de Emisión de acciones cotizadas en la BMV hasta Noviembre de 2005*

Sector	Clave BMV	Empresa	Fecha de Emisión
Alimentos y Cigarros	BACHOCO	Industrias Bachoco, S.A. de C.V.	19 Septiembre 1997
	MASECA	Grupo Industrial Maseca, S.A. de C.V.	2 Enero 1992
	SAVIA	Savia, S.A. de C.V.	3 Diciembre 1991
Bebidas	FEMSA	Fomento Económico Mexicano, S.A. de C.V.	8 Febrero 1999
	KOF	Coca-Cola FEMSA, S.A. de C.V.	29 Noviembre 1993
Cemento	CEMEX	Cemex, S.A. de C.V.	3 Abril 1992
Constructoras	HOMEX	Desarrolladora Homex, S.A. de C.V.	29 Junio 2004
	ICA	Empresas ICA, Sociedad Controladora, S.A. de C.V.	29 Abril 1992
Comerciales Autoservicio	COMERCI	Controladora Comercial Mexicana, S.A. de C.V.	2 Diciembre 1991
	WALMEX	Wal-Mart de México	2 Diciembre 1991
Comerciales Especializadas	ELEKTRA	Grupo Elektra, S.A. de C.V.	26 Septiembre 1994
	SAB	Grupo Saba, S.A. de C.V.	7 Diciembre 1993
Comunicaciones y Transportes	AMX	América Móvil, S.A. de C.V.	7 Febrero 2001
	CEL	Nuevo Grupo Iusacell, S.A. de C.V.	15 Junio 1994
	RCENTRO	Grupo Radio Centro, S.A. de C.V.	30 Noviembre 1993
	TELMEX	Teléfonos de México, S.A. de C.V.	2 Diciembre 1991
	TLEVISA	Grupo Televisa, S.A. de C.V.	10 Diciembre 1991
	TMM	Grupo TMM, S.A. de C.V.	3 Diciembre 1991
Grupos Industriales	TVAZTCA	TV Azteca, S.A. de C.V.	15 Agosto 1997
	DESC	Desc Sociedad de Fomento Industrial, S.A. de C.V.	2 Diciembre 1991
	IMSA	Grupo Imsa, S.A. de C.V.	13 Diciembre 1996
	VITRO	Vitro, S.A. de C.V.	2 Diciembre 1991
Papel y Celulosa	CODUSA	Grupo Industrial Durango, S.A. de C.V.	15 Julio 1994
	KIMBER	Kimberly Clark de México, S.A. de C.V.	2 Diciembre 1991
Siderúrgica	SIMEC	Grupo Simec, S.A. de C.V.	2 Diciembre 1993

Es importante hacer hincapié en que se buscaron únicamente las cotizaciones en la BMV y no en los mercados estadounidenses debido a que lo que nos interesa es conocer cual es el impacto que la emisión de los ADRs tiene en la Prima de Riesgo del mercado nacional para las empresas mexicanas y, como consecuencia, en el Costo de Capital de las mismas.



Una vez contando con las fechas de emisión de obligaciones en el mercado nacional y de ADRs en el mercado estadounidense se eligieron las empresas que iban a ser estudiadas siguiendo el criterio de selección que se describió anteriormente.

4.2 Criterios de selección

Los criterios que se utilizaron para elegir a las empresas que se convirtieron en objetos de estudio fueron los que se enumeran a continuación:

- Debían ser empresas mexicanas que estuvieran cotizando en la BMV y que tuvieran programas de ADRs vigentes al 31 de diciembre de 2004².
- La fecha de emisión del ADR debía ser posterior a la fecha de inicio de cotización en la BMV por lo menos en 9 meses; esto con la finalidad de tener datos suficientes de las cotizaciones nacionales para comparar el periodo anterior a la fecha de emisión de ADR con el posterior a la misma.

4.3 Empresas seleccionadas

Considerando lo anterior resultaron seleccionadas 13 empresas que cumplieron con los criterios de selección, quedando descartadas 16 que no los cumplieron. Las empresas que fueron seleccionadas fueron las que aparecen en el cuadro 4.3.

Como ampliación del cuadro 4.3 se presenta el cuadro 4.4, el cual muestra una síntesis de la información que cada emisora presenta al público por medio de la página de Internet de la Bolsa Mexicana de Valores.

² Esta información la actualicé al 02 de Noviembre de 2005 utilizando la página de Internet de Banamex: www.banamex.com.mx



Cuadro 4.3 *Empresas seleccionadas para la realización del estudio*

Clave BMV	Clave ADR	Empresa
MASECA SAVIA	MSK VAI	Grupo Industrial Maseca, S.A. de C.V. Savia, S.A. de C.V.
FEMSA	FMX	Fomento Económico Mexicano, S.A. de C.V.
CEMEX	CX	Cemex, S.A. de C.V.
COMERCI WALMEX	MCM WMMVY	Controladora Comercial Mexicana, S.A. de C.V. Wal-Mart de México
SAB	SAB	Grupo Saba, S.A. de C.V.
CEL TLEVISIA TMM	CEL TV TMM	Nuevo Grupo Iusacell, S.A. de C.V. Grupo Televisa, S.A. de C.V. Grupo TMM, S.A. de C.V.
DESC	DES	Desc Sociedad de Fomento Industrial, S.A. de C.V.
CODUSA KIMBER	CDG KCDMY	Grupo Industrial Durango, S.A. de C.V. Kimberly Clark de México, S.A. de C.V.




Una vez teniendo seleccionadas las emisoras que se convertirían en objetos de estudio acudí a la Facultad de Economía para consultar nuevamente la base de datos Económica. De esta consulta en la base de datos obtuve la información que utilicé para el estudio: las cotizaciones de las acciones que se están negociando actualmente en la BMV, los IPC³ diarios de la BMV y las tasas de los CeTes.

Antes de continuar aclararé que cada prueba se dividió en dos partes: la primera es la prueba con los datos anteriores a la emisión de ADRs y la segunda prueba es con los datos posteriores a la emisión de ADRs.

³ Siglas del Índice de Precios y Cotizaciones.







Cuadro 4.4 *Detalle de empresas seleccionadas*

Empresa		Clave BMV	Clave ADR	Sector	Actividad Económica	Productos o Servicios
Logo	Razón Social					
	Grupo Iusacell, S.A. de C.V.	CEL	CEL	Comunicaciones	La promoción y el desarrollo industrial y comercial de empresas, tanto nacionales como extranjeras.	Radiotelefonía móvil con tecnología celular, larga distancia, radiolocalización.
	Cemex, S.A. de C.V.	CEMEX	CX	Industria cementera	Fabricación y venta de toda clase de cementos.	Cemento y concreto premezclado.
	Corporación Durango, S.A. de C.V.	CODUSA	CDG	Celulosa y papel	Controladora de empresas que operan en las industrias de la madera, celulosa, papelería y productos de papel.	Papel kraft, madera aserrada, subproductos químicos celulosa kraft, celulosa CTPM, empaques corrugados, sacos de papel, etc.
	Grupo Industrial Maseca, S.A. de C.V.	MASECA	MSK	Preparación de productos alimenticios.	Es el productor más grande de harina de maíz en México.	Harina de maíz nóctamizada en dos presentaciones, granel (20 Kg.) Y paquete (1 Kg.)



Cuadro 4.4 Detalle de empresas seleccionadas (Continuación)

Empresa		Clave BMV	Clave ADR	Sector	Actividad Económica	Productos o Servicios
Logo	Razón Social					
	Grupo TMM, S.A.	TMM	TMM	transporte	Transportación multimodal y servicios de logística	No disponible
	Controladora Comercial Mexicana, S.A. de C.V.	COMERCI	MCM	Comercio al mayorero y menudeo.	Controladora de empresas dedicadas principalmente a la operación de tiendas de autoservicio en las que comercializa una gran variedad de artículos y a la operación de restaurantes.	No disponible.
	Desc, S.A. de C.V.	DESC	DES	Controladora Holding.	Sociedad de Fomento Industrial.	Promoción industrial.
	Grupo Casa Saba, S.A. de C.V.	SAB	SAB	Casas comerciales	Distribución y venta de artículos a farmacias y cadenas farmacéuticas a nivel nacional	Productos farmacéuticos





Cuadro 4.4 *Detalle de empresas seleccionadas (Continuación)*

Empresa		Clave BMV	Clave ADR	Sector	Actividad Económica	Productos o Servicios
Logo	Razón Social					
FEMSA	Fomento Económico Mexicano, S.A. de C.V.	FEMSA	FMX	Elaboración de cerveza	Elaboración, distribución y venta de refrescos y cerveza. Adicionalmente, produce gran parte de los empaques para sus bebidas y maneja la cadena de tiendas de conveniencia más extensa del país.	Refrescos: Coca-Cola, Sprite, Fanta, Mundet, Powerade y agua Ciel. Cervezas: Tecate, Carta Blanca, XX Lager, Bohemia, Indio y Sol. Tiendas de conveniencia Oxxo.
SAVIA	Savia, S.A. de C.V.	SAVIA	SAVIA	Manufactura de tabaco	Investigación, producción y comercialización de semillas y productos frescos.	Semillas, frutas y hortalizas




Cuadro 4.4 *Detalle de empresas seleccionadas (Continuación)*

Empresa		Clave BMV	Clave ADR	Sector	Actividad Económica	Productos o Servicios
Logo	Razón Social					
	Kimberly-Clark de México, S.A. de C.V.	KIMBER	KCDMY	Celulosa y papel	Manufactura, mercadeo y venta de productos al consumidor de uso personal y de papel.	Papel higiénico, pañales desechables, papel para escritura e impresión, servilletas, toallas femeninas, pañuelos faciales y toallas para el hogar.
	Grupo Televisa, S.A.	TLEVISA	TV	Comunicaciones	Grupo Televisa es la compañía de medios de comunicación más grande en el mundo de habla hispana.	A través de sus subsidiarias produce, distribuye y transmite programas de televisión para el mercado nacional e internacional; desarrolla y opera servicios de televisión directa al hogar vía satélite.



Cuadro 4.4 *Detalle de empresas seleccionadas (Continuación)*

Empresa		Clave BMV	Clave ADR	Sector	Actividad Económica	Productos o Servicios
Logo	Razón Social					
	Wal - Mart de México, S.A. de C.V.	WALMEX	WMMVY	Comercio al mayoreo y menudeo	Controladora de cadenas de tiendas de descuento, ropa y restaurantes.	Artículos de consumo básico, líneas de ropa y productos alimenticios.

El criterio que utilicé para determinar los rangos anterior y posterior fue dejar libre un mes antes y un mes después del mes de emisión del ADR, suponiendo que ese es el lapso en el que el mercado se estabiliza; esto para evitar incluir datos que podrían dar una impresión equivocada.

Por ejemplo, Wal-Mart emitió su ADR en diciembre de 1997, por lo tanto dejé libre noviembre de 1997 y enero de 1998, quedando el rango anterior desde la fecha de emisión de la acción en la BMV hasta la última cotización del mes de octubre de 1997, mientras el rango posterior abarca desde la primer cotización del mes de febrero de 1998 hasta la más reciente. Una vez aclarado lo anterior, continúo con la descripción de las pruebas.



4.4 Pruebas realizadas

4.4.1 Rendimiento Promedio

La primer prueba que realicé fue obtener el Rendimiento promedio anterior y el Rendimiento promedio posterior a la emisión de ADRs por cada emisora para determinar si hubo variaciones y la dirección de la mismas, esperando que hubiera una reducción del rendimiento debido a una menor prima de riesgo que es pagada por la empresa. Para esto obtuve los rendimientos diarios de las acciones tomando sus cotizaciones diarias y aplicando la siguiente ecuación:

$$\text{Rendimiento} = \frac{\text{Precio Actual} - \text{Precio Anterior}}{\text{Precio Anterior}}$$

Una vez teniendo los rendimientos diarios procedí a calcular sus promedios, resultando la tabla que se muestra en el cuadro 4.5.

4.4.2 Prima de Riesgo

La segunda prueba consistió en la comparación de la Prima de Riesgo promedio que paga la emisora tanto antes como después de la emisión del ADR.

Al aplicar esta prueba, igual que con la del Rendimiento Promedio, se esperaba una reducción debido a que la Prima de Riesgo exigida por los inversionistas, con la diversificación del riesgo que trae consigo la emisión del ADR, debería disminuir; además está relacionada directamente con él Rendimiento pagado a los inversionistas porque forma parte y se ve reflejada en él.



Cuadro 4.5 Promedios de Rendimientos de emisoras (Antes y después de emitir ADRs)

Empresa	Fecha de Emisión	Promedio Anterior	Promedio Posterior	Variación
Grupo Industrial Maseca, S.A. de C.V.	Mayo 1994	0.1914%	0.0737%	Disminuyó
Savia, S.A. de C.V.	Octubre 1993	0.6496%	0.0612%	Disminuyó
Fomento Económico Mexicano, S.A. de C.V.	Febrero 2004	0.2490%	0.5616%	Aumentó
Cemex, S.A. de C.V.	Septiembre 1999	0.0976%	0.1042%	Aumentó
Controladora Comercial Mexicana, S.A. de C.V.	Septiembre 2003	0.0779%	0.1244%	Aumentó
Wal-Mart de México	Diciembre 1997	0.1365%	0.0930%	Disminuyó
Grupo Saba, S.A. de C.V.	Diciembre 2002	0.0982%	0.4035%	Aumentó
Nuevo Grupo Iusacell, S.A. de C.V.	Agosto 1999	0.3466%	-0.0374%	Disminuyó
Grupo Televisa, S.A. de C.V.	Septiembre 2002	0.0906%	0.1628%	Aumentó
Grupo TMM, S.A. de C.V.	Junio 1992	0.8182%	0.1470%	Disminuyó
Desc Sociedad de Fomento Industrial, S.A. de C.V.	Julio 1994	0.2497%	0.0298%	Disminuyó
Grupo Industrial Durango, S.A. de C.V.	Mayo 2004	0.0680%	0.6687%	Aumentó
Kimberly Clark de México, S.A. de C.V.	Noviembre 1993	0.1554%	0.0796%	Disminuyó

Para esto lo primero que hice fue investigar la Tasa Libre de Riesgo en las fechas de cotización de las empresas seleccionadas; la Tasa de Mercado que tomé para este efecto es la Tasa CeTe. A continuación obtuve la Prima de Riesgo que Paga la empresa para cada fecha de rendimiento, esto de acuerdo con la siguiente ecuación:

$$\text{Prima de Riesgo} = \text{Rendimiento} - \text{Tasa Libre de Riesgo}$$

Una vez obtenidas todas las Primas de Riesgo, procedí a calcular sus promedios obteniendo la tabla que se muestra en el cuadro 4.6.



Cuadro 4.6 Promedios de Prima de Riesgo (antes y después de emitir ADRs)

Empresa	Fecha de Emisión	Promedio Anterior	Promedio Posterior	Variación
Grupo Industrial Heesco, S.A. de C.V.	Mayo 1994	0.1509%	0.0198%	Disminuyó
Savia, S.A. de C.V.	Octubre 1993	0.6044%	0.0115%	Disminuyó
Fomento Económico Mexicano, S.A. de C.V.	Febrero 2004	0.2159%	0.5384%	Aumentó
Cemex, S.A. de C.V.	Septiembre 1999	0.0307%	0.0780%	Aumentó
Controladora Comercial Mexicana, S.A. de C.V.	Septiembre 2003	0.0244%	0.1031%	Aumentó
Wal-Mart de México	Diciembre 1997	0.0707%	0.0582%	Disminuyó
Grupo Saba, S.A. de C.V.	Diciembre 2002	0.0325%	0.3838%	Aumentó
Nuevo Grupo Intercol, S.A. de C.V.	Agosto 1999	0.2695%	-0.0629%	Disminuyó
Grupo Televisa, S.A. de C.V.	Septiembre 2002	0.0336%	0.1427%	Aumentó
Grupo TMM, S.A. de C.V.	Junio 1992	0.7709%	0.0902%	Disminuyó
Deso, Sociedad de Fomento Industrial, S.A. de C.V.	Julio 1994	0.2087%	-0.0201%	Disminuyó
Grupo Industrial Durango, S.A. de C.V.	Mayo 2004	-0.0372%	0.4607%	Aumentó
Kimberly Clark de México, S.A. de C.V.	Noviembre 1993	0.1124%	0.0303%	Disminuyó

4.4.3 Desviación Estándar (Volatilidad)

La tercer prueba realizada consistió en calcular la desviación estándar de las cotizaciones de cada emisora para comparar la desviación anterior con la posterior a la emisión del ADR; se esperaba que esta muestra mostrara una disminución de la volatilidad como reflejo de una mayor confianza por parte de los inversionistas. Esta prueba la llevé a cabo utilizando la siguiente ecuación:

$$\text{Desviación Estándar de los rendimientos} = \sqrt{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (r_i - r_{prom})^2}$$



Donde:

n = Número de observaciones

r_i = Rendimiento del día i

r^{prom} = Promedio de rendimientos diarios

De la realización de esta prueba se desprenden los resultados mostrados en el cuadro 4.7.

Cuadro 4.7 Volatilidad de las emisoras (Antes y después de emitir ADRs)

Empresa	Fecha de Emisión	Promedio Anterior	Promedio Posterior	Variación
Grupo Industrial Maseca, S.A. de C.V.	Mayo 1994	2.7508%	2.6147%	Disminuyó
Savia, S.A. de C.V.	Octubre 1993	2.2115%	3.6242%	Aumentó
Comercio Económico Mexicano, S.A. de C.V.	Febrero 2004	4.4991%	2.9527%	Disminuyó
Geniza, S.A. de C.V.	Septiembre 1999	2.8527%	1.7595%	Disminuyó
Compañía Comercial Mexicana, S.A. de C.V.	Septiembre 2003	2.6694%	1.7578%	Disminuyó
Wal-Mart de México	Diciembre 1997	2.3249%	2.2439%	Disminuyó
Grupo Sazul, S.A. de C.V.	Diciembre 2002	4.0069%	2.6458%	Disminuyó
Nuevo Grupo Juicel, S.A. de C.V.	Agosto 1999	7.1627%	4.4513%	Disminuyó
Grupo Televisa, S.A. de C.V.	Septiembre 2002	2.8601%	1.5437%	Disminuyó
Grupo IMEL, S.A. de C.V.	Junio 1992	2.8896%	4.6039%	Aumentó
Indec. Sociedad de Comercio Industrial, S.A. de C.V.	Julio 1994	2.3624%	2.7836%	Aumentó
Grupo Industrial Domingo, S.A. de C.V.	Mayo 2004	4.9257%	12.5551%	Aumentó
Compañía Carb. de México, S.A. de C.V.	Noviembre 1993	1.6577%	2.1511%	Aumentó



4.4.4 Riesgo Sistemático medido por la Beta de la acción

La cuarta y última prueba consistió en realizar la estimación del riesgo sistemático mediante la llamada beta del mercado, para determinar si hay variación entre el Riesgo Sistemático (Beta) de la emisora antes y después de emitir el ADR. El resultado de esta prueba se esperaba que fuera igual al que se esperaba de las otras tres, es decir, se esperaba que el Riesgo disminuyera debido a la diversificación del mismo, que es consecuencia de la incursión en otro mercado.

Una vez realizada la estimación de las betas mediante modelos de regresión observé que aparecían tres emisoras en las cuales Beta no es significativa para el periodo anterior o para el posterior a la emisión del ADR. En el cuadro 4.8 se muestran las betas estimadas, marcándose con un asterisco aquellas que en la prueba de regresión resultaron no significativas.

4.5 Análisis de los resultados de las pruebas

El cuadro 4.9 resume los resultados de las cuatro pruebas que realicé; aquí se presenta la variación del periodo anterior a la emisión del ADR y el periodo posterior a la misma, por cada emisora estudiada.

Como se puede observar en la columna de Riesgo, aparecen tres emisoras con la frase "No comparable"; esto se debe a que una vez hecho el análisis de regresión se obtuvo una Alpha o una Beta que no era significativa ya sea en el periodo anterior o posterior a la emisión del ADR y por lo tanto no encontré evidencia suficiente para sustentar un análisis de las mismas.

Debido a la disparidad de los resultados de las pruebas de cada una de las emisoras no me será posible obtener una conclusión conjunta; debido a ello y con base en lo anterior procedo a expresar las conclusiones a las que he llegado en cada una de las emisoras.



Cuadro 4.8 Betas calculadas (Antes y después de emitir ADR's)

Empresa	Fecha de Emisión	Beta Anterior	Beta Posterior	Variación
Grupo Industrial Maseca, S.A. de C.V.	Mayo 1994	0.358777	0.275129	Disminuyó
Savia, S.A. de C.V.	Octubre 1993	0.245525	0.114152	Aumentó
Fomento Económico Mexicano, S.A. de C.V.	Febrero 2004	0.031712*	0.049674*	No comparable
Cemex, S.A. de C.V.	Septiembre 1999	0.523591	0.532510	Aumentó
Controladora Comercial Mexicana, S.A. de C.V.	Septiembre 2003	0.369665	0.286931	Disminuyó
Wal-Mart de México	Diciembre 1997	0.554646	0.518577	Disminuyó
Grupo Saba, S.A. de C.V.	Diciembre 2002	0.094401	0.064633	Disminuyó
Nuevo Grupo Iusacell, S.A. de C.V.	Agosto 1999	0.021727*	0.101556	No comparable
Grupo Televisa, S.A. de C.V.	Septiembre 2002	0.443219	0.460144	Aumentó
Grupo TMM, S.A. de C.V.	Junio 1992	0.552246	0.059128	Disminuyó
Desc Sociedad de Fomento Industrial, S.A. de C.V.	Julio 1994	0.625619	0.291321	Aumentó
Grupo Industrial Durango, S.A. de C.V.	Mayo 2004	0.063081	-0.00381*	No comparable
Kimberly Clark de México, S.A. de C.V.	Noviembre 1993	0.732968	0.489389	Disminuyó

*No significativa

- Maseca. Para esta emisora el rendimiento promedio, es decir, la ganancia para el inversionista, disminuyó; el riesgo específico y la volatilidad disminuyeron proporcionando mayor seguridad al inversionista; además la prima de riesgo que paga la emisora también disminuyó impactando al Costo de Capital Accionario reduciéndolo.
- Savia. Esta emisora redujo su rendimiento promedio, mientras que su volatilidad y riesgo específico aumentaron; estos factores juntos le restan la simpatía de los inversionistas y eso es negativo para la misma; sin embargo, la prima de riesgo que paga disminuyó junto con el Costo de Capital Accionario.



Cuadro 4.9 Resumen de los resultados de las pruebas realizadas a las cotizaciones

Empresa	Rendimiento Promedio	Prima de Riesgo Promedio	Volatilidad	Riesgo (Beta)
Grupo Industrial Maseca, S.A. de C.V. Savia, S.A. de C.V.	Disminuyó Disminuyó	Disminuyó Disminuyó	Disminuyó Aumentó	Disminuyó Aumentó
Fomento Económico Mexicano, S.A. de C.V.	Aumentó	Aumentó	Disminuyó	No comparable
Cemex, S.A. de C.V.	Aumentó	Aumentó	Disminuyó	Aumentó
Controladora Comercial Mexicana, S.A. de C.V.	Aumentó	Aumentó	Disminuyó	Disminuyó
Wal-Mart de México	Disminuyó	Disminuyó	Disminuyó	Disminuyó
Grupo Saba, S.A. de C.V.	Aumentó	Aumentó	Disminuyó	Disminuyó
Nuevo Grupo Iusacell, S.A. de C.V.	Disminuyó	Disminuyó	Disminuyó	No comparable
Grupo Televisa, S.A. de C.V.	Aumentó	Aumentó	Disminuyó	Aumentó
Grupo TMM, S.A. de C.V.	Disminuyó	Disminuyó	Aumentó	Disminuyó
Desc Sociedad de Fomento Industrial, S.A. de C.V.	Disminuyó	Disminuyó	Aumentó	Aumentó
Grupo Industrial Durango, S.A. de C.V.	Aumentó	Aumentó	Aumentó	No comparable
Kimberly Clark de México, S.A. de C.V.	Disminuyó	Disminuyó	Aumentó	Disminuyó

- **FEMSA.** El rendimiento de esta emisora aumentó y la volatilidad disminuyó, pero la prima de riesgo que paga aumentó, el riesgo no es comparable debido a la no significancia de los resultados Alpha y Beta tanto con constante como sin constante.
- **Cemex.** El rendimiento de esta emisora aumentó, pero la volatilidad disminuye y el riesgo aumenta, poniendo a los inversionistas en la posición de poder percibir un rendimiento más alto pero con un riesgo que también es mayor; la prima de riesgo para esta emisora sufrió un aumento.



- Comercial Mexicana. El rendimiento de esta emisora aumentó, la volatilidad y el riesgo disminuyeron, ofreciendo a los inversionistas un rendimiento mayor con una volatilidad y un riesgo menores; la prima de riesgo para esta emisora sufrió un aumento impactando a su Costo de Capital Accionario.
- Wal-Mart. Para esta emisora el rendimiento promedio disminuyó mientras el riesgo específico y la volatilidad también lo hicieron proporcionando mayor seguridad al inversionista; además la prima de riesgo promedio que paga la emisora también disminuyó reduciendo el Costo de Capital Accionario.
- Casa Saba. Esta emisora tuvo un aumento del rendimiento y disminución de su volatilidad y riesgo, noticias positivas para los inversionistas; la emisora en cambio paga una prima de riesgo más alta.
- Iusacell. Aquí se puede observar que el rendimiento, la volatilidad y la prima de riesgo han disminuido; pero el riesgo, en este caso, no es comparable debido a que no hay significancia en los resultados del cálculo de Alpha y Beta utilizados para determinar el riesgo sistemático.
- Televisa. Con un rendimiento que aumenta y una volatilidad que disminuye parecería interesante para los inversionistas, sin embargo, su riesgo aumenta y a su vez la empresa paga una prima de riesgo más alta después de la emisión del ADR.
- TMM. El rendimiento de esta emisora disminuye y la volatilidad aumenta, pero esto se ve compensado con una disminución del riesgo y de la prima de riesgo que debe pagar la empresa.
- Desc. El rendimiento de la emisora disminuye y la volatilidad y el riesgo aumentan, siendo esto muy desfavorable para la empresa; como contrapeso se registra una disminución de la prima de riesgo.



- Grupo Industrial Durango. Esta emisora registra aumentos tanto en el rendimiento promedio como en la volatilidad y prima de riesgo que paga; sin embargo no hay forma de comparar el riesgo debido a que los resultados de los cálculos de regresión para Alpha y Beta no son significativos.
- Kimberly Clark. En esta emisora se aprecia una disminución del rendimiento con aumento de la volatilidad y, como contrapeso, una disminución del riesgo además de una disminución de la prima de riesgo que paga.

Con base en la tabla y en los resúmenes de resultados por cada emisora mostrados, se puede observar que los únicos resultados que muestran una relación son el aumento o disminución del rendimiento en la BMV con el aumento o disminución de la prima de riesgo de la emisora; probablemente este se debe a que al variar en cualquier dirección la prima de riesgo que paga una emisora, el precio del instrumento que cotiza en la BMV varía en la misma dirección.

Para concluir este capítulo sólo me resta decir que no parece haber una relación directa entre un aumento o disminución del rendimiento de la cotización en la BMV, de la volatilidad, del riesgo o de la prima de riesgo de que pagan las emisoras con el evento de emisión de ADRs; esto debido a que cada emisora tiene una distinta combinación de estos factores, ya que mientras en algunas aumenta alguno de ellos después de la emisión del ADR en otras disminuye después de la misma, teniendo cada empresa patrones distintos de aumentos y disminuciones de estos factores.

CONCLUSIONES

De acuerdo con la investigación llevada a cabo para la realización de este trabajo y apoyándome en las pruebas y en los resultados de las mismas, mostrados en el Capítulo 4, es que he llegado a las conclusiones que presento en este apartado.

Los resultados obtenidos de las cuatro pruebas realizadas, se presentan de forma mixta; es decir, algunos resultados apoyan la hipótesis y otros la contradicen. A continuación, para explicar mejor lo anterior, mostraré mis conclusiones por cada prueba.

Observé que los resultados de las pruebas de Rendimiento y de Prima de riesgo se encuentran relacionados; esto se debe a que cuando la prima de riesgo de paga una emisora aumenta o disminuye, el rendimiento que recibe el inversionista varía en la misma dirección.

Para este par de pruebas, las emisoras que se comportaron de la manera prevista de acuerdo con la hipótesis fueron: Maseca, Savia, Wal-Mart, Iusacell, TMM, Desc y Kimberly Clark, que mostraron la disminución esperada; por otro lado, las que se comportaron de forma contradictoria fueron: Femsa, Cemex, Comercial Mexicana, Casa Saba, Televisa y Grupo Industrial Durango.

La prueba de Volatilidad muestra que ésta tiene relación con la prima de riesgo solo en las emisoras: Maseca, Wal-Mart, Iusacell y Grupo Industrial Durango; esto contradice a los estudios que dicen que si varía la volatilidad de una acción la prima de riesgo variaría en la misma dirección. Respecto al resultado esperado de acuerdo con la hipótesis, es decir, la disminución de la volatilidad, las emisoras que se comportaron de acuerdo a lo esperado fueron: Maseca, Femsa, Cemex, Comercial Mexicana, Wal-Mart, Casa Saba, Iusacell y Televisa. Las emisoras que contradijeron lo esperado fueron: Savia, TMM, Desc, Grupo Industrial Durango y Kimberly Clark.



La prueba de la determinación del Riesgo sistemático por medio de la Beta de la acción arrojó tres tipos de resultados; estos fueron: los que apoyan lo previsto por la hipótesis, los que la contradicen y los que no dan elementos para determinar si la apoyan o la contradicen. Aquellas emisoras cuyos resultados apoyan a la hipótesis son: Maseca, Comercial Mexicana, Wal-Mart, Casa Saba, TMM y Kimberly Clark; los resultados que contradicen la hipótesis son los de las emisoras: Savia, Cemex, Televisa y Desc; por último los resultados que no aportan elementos para determinar su orientación son los arrojados por las emisoras: Femsa, Iusacell y Grupo Industrial Durango.

Por otro lado, los resultados de la prueba de riesgo deberían relacionarse directamente con los de la prima de riesgo, variando ambos en la misma dirección; sin embargo, esto solo se observa en las emisoras: Maseca, Cemex, Wal-Mart, Televisa, TMM y Kimberly Clark.

Como conclusión general puedo decir que los resultados mixtos de las pruebas realizadas no dan elementos suficientes para aceptar o rechazar la hipótesis; porque si bien una parte de los resultados apoyan a la hipótesis respecto a una disminución del Riesgo, la Volatilidad, el Rendimiento y la Prima de Riesgo, y por lo tanto una reducción del Costo de Capital, otra parte de los resultados la contradice. Entonces, para evitar cometer un error al rechazar la hipótesis si es cierta o aceptarla si es falsa, es que no me pronuncio a favor o en contra.

Debido a lo planteado anteriormente sugiero que, quienes estén interesados en el tema, realicen estudios más profundos tomando en cuenta variables que no consideré en esta investigación tales como eventos corporativos, problemas internos, sucesos macroeconómicos, etc.

Por último expreso que con este trabajo espero sentar un precedente para que otros investigadores se interesen en los temas que aquí se tratan y los estudien desde diversos ángulos. Hay que tener en cuenta que siempre que se estudie a las empresas, y a lo que las rodea, se puede entender un poco más acerca de su funcionamiento, esto nos permite buscar formas de mejorarlo y así lograr una estabilidad y desarrollo económicos que permitan la generación de empleo y el bienestar de la sociedad en general.

BIBLIOGRAFÍA

- "Prácticas Bursátiles Para el Mercado de Capitales: Material de Apoyo". Héctor Pérez Galindo y Juan José Arriola García. Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles.
- "Diccionario de Términos Financieros Nacionales e Internacionales". Arturo Morales Castro. Editorial PAC S.A. de C.V.
- "Análisis Financiero y Bursátil". Diciembre de 2004. Banamex - Citigroup, Accival. Departamento de Análisis.
- "Indicadores Bursátiles de la Bolsa Mexicana de Valores". Junio de 2004. Bolsa Mexicana de Valores.
- "El Mercado". Diciembre de 2004. Acciones y Valores. Banamex, Casa de Bolsa. Departamento de Análisis.
- "Fundamentos de Administración Financiera", 11a Edición. James C. Van Horne y John M. Wachowicz Jr. Prentice Hall.
- "Respuestas Rápidas para los Financieros". Arturo Morales Castro y José Antonio Morales Castro. Pearson Educación, México 2002.
- "Administración Financiera". Guadalupe Angélica Ochoa Seltzer. Mc Graw Hill, México 2002.
- "Fundamentos de Administración Financiera", 12ª Edición. Scott Besley, Eugene F. Brigham. Mc Graw Hill. México 2001.



- "Fundamentos de Finanzas Corporativas". Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield y Bradford D. Jordan. Editorial Irwin.
- "Sistemas Financieros, Mexicano e Internacional en Internet". Alfredo Díaz Mata y Luís Ascensión Hernández Almora. SICCO. México 1999.
- "Inversión en los Mercados Emergentes Latinoamericanos a través de ADRs: Oportunidades y Riesgos". Víctor Antonio Samperio Alcalde. Tesis. FCA-UNAM. México 2002.
- "Globalización y Liberalización Financieras y la Bolsa Mexicana de Valores, del Auge a la Crisis". Alejandra Cabello. Plaza y Valdez Editores. México 1999.
- "Capital Structure". Robert H. Smith. University of Maryland. School of Business.
- "CAPM en México: Un Modelo Alternativo para Estimar el Costo de Capital". Oscar Carbonell López, Francisco Javier Hurtado García y César Manuel Pérez Tenorio. IPADE.
- "La Apertura del Sistema Financiero Mexicano en el Contexto de la Desregulación Financiera Mundial". María Guadalupe Huerta Moreno. Gestión y Estrategia, Edición Internet. Universidad Autónoma Metropolitana Azcapotzalco, Departamento de Administración.
- "The Role of ADRs in the Development of Emerging Equity Markets". Andrew Karolyi. Review of Economics and Statistics, November 2003.



- "The Role of ADRs in the Development and Integration of Emerging Equity Markets". Andrew Karolyi. Review of Economics and Statistics, January 2003.
- "Market Liberalization: Spillovers from ADR's and Implications for Local Markets". Nuno Fernandes. Review of Economics and Statistics, August 2002.
- Base de datos "Economática 2005". Disponible en la Facultad de Economía de la Universidad Nacional Autónoma de México.
- Página de Internet de la Bolsa Mexicana de Valores:
<http://www.bmv.com.mx>
- Página de Internet de Banco Nacional de México:
<http://www.banamex.com.mx>
- Página de Internet de la CONDUSEF:
<http://www.condusef.gob.mx>