

PATRONES RECIENTES DE FINANCIAMIENTO DEL CRECIMIENTO  
DE LOS GRUPOS EMPRESARIALES EN MEXICO \*

Jorge Basave Kunhardt \*\*

1. PRESENTACION

El objetivo de este trabajo es realizar una primera aproximación analítica a las fuentes de recursos en las que los grupos empresariales mexicanos han sustentado el dinamismo de su proceso expansivo durante los primeros seis años de la década.

Este tema, tan poco abordado para el caso mexicano, nos permitirá realizar algunas inferencias sobre la ineficiencia predominante del mercado de valores nacional como fuente de recursos patrimoniales de largo plazo y sobre la recurrencia al endeudamiento externo.

Siguiendo los mismos patrones de conducta todas las economías en desarrollo han impulsado el desarrollo de sus mercados de valores (aunque con diversos márgenes regulatorios) considerándolos como la fuente externa de financiamiento más saludable para el crecimiento empresarial, no solamente por el carácter permanente de la inversión y su impacto sobre el crecimiento del ahorro interno sino también por su potencial efecto de "socialización de la propiedad".

Aún teniendo en cuenta el supuesto de que los mercados accionarios en países en desarrollo deberían tener un comportamiento más inestable que aquellos de los países desarrollados, en varias naciones asiáticas de nueva industrialización se han mostrado durante la pasada década con una mayor eficiencia en la aportación de recursos a las empresas que sus similares en países como E.U., Gran Bretaña, Japón y Alemania.

\* Investigador del Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM, México

\*\* Trabajo del Proyecto "Reestructuración de los grupos empresariales en México" con la participación de la Mtra. Citlálín Martínez y el Mtro. Ernesto Bravo. Los datos sobre las emisoras

proviene de la base de datos proporcionada por el Depto. de Información y Estadística de la BMV mediante convenio con el IIEc. Ponencia presentada en el Congreso Anual de Latin American Social Science Associations (LASSA) celebrado en Guadalajara, México, mayo de 1997.

Sin embargo entre los países en desarrollo también se presentan grandes diferencias al respecto de acuerdo a análisis recientes cuyos datos habremos de comparar con los nuestros en el último apartado de este trabajo.

Debo advertir que se trata de un estudio preliminar sobre el tema. Para lograr una mayor precisión se tendrían que cruzar un mayor número de variables que las abordadas en este trabajo. Sin embargo la muestra de 44 grupos empresariales que cotizan en

la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) presentada aquí es suficientemente representativa del comportamiento de esta fracción del capital en México.

## 2. OBSERVACIONES SOBRE LAS PRINCIPALES FUENTES DE RECURSOS EMPRESARIALES EN MEXICO

El mercado accionario mexicano ha sido tradicionalmente muy concentrado lo mismo en cuanto a operadores que en cuanto a opciones de inversión.

Actualmente cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) 140 empresas. Se trata de un mercado reducido si lo comparamos a los de otros países en desarrollo como Brasil con cerca de 600, Corea del Sur con más de 650 o India con 6,700. Sin embargo es similar al de otros países en desarrollo como Tailandia y Taiwán o a países desarrollados como Italia y Suecia.

Aproximadamente un 5% de las empresas que cotizan concentran más de un 33% de las negociaciones diarias e influyen determinantemente en el movimiento del Índice de Precios y Cotizaciones. Un caso preponderante es actualmente el de TELMEX, seguido por empresas como CEMEX, VITRO, ALFA o VISA, estas dos últimas con gran peso desde los años 70.

El período histórico mas reciente con un mayor crecimiento del mercado ocurrió entre 1983 y 1987, hasta el crack de octubre de ese último año.

El recurso al que más han acudido los grupos empresariales en México ha sido el crédito externo. Este, desde fines de los años 60 sustituyó al crédito interno como el recurso más dinámico de apoyo al crecimiento empresarial. Sin embargo de 1981 hasta 1989 estuvo cancelado su acceso al país debido a la crisis de deuda externa de los países en desarrollo. México fué sin embargo el primero del área latinoamericana en acceder de nuevo plenamente al mercado mundial de capitales.

Durante los años de falta de acceso a los mercados internacionales de crédito las empresas por una parte aprovecharon (e impulsaron con sus propios recursos) el boom del mercado para realizar emisiones primarias, y por la otra contaron con importantes recursos financieros extraordinarios debido a las renegociaciones de su deuda externa que fue convertida a pesos por un sistema de refinanciamiento gubernamental (FICORCA) y diferida por hasta 8 años con 4 de gracia en el pago de intereses.

Sin embargo no podemos hablar propiamente de "recursos para el crecimiento" ya que en forma generalizada durante cinco años (1983-1987) los grupos empresariales invirtieron la mayor parte de sus recursos anuales en el mercado financiero (de renta fija principalmente) debido al estancamiento del mercado interno <sup>1</sup>.

De igual forma tuvieron gran importancia los recursos provenientes de la depreciación de activos para el caso de las empresas manufactureras, que desde fines de los años setentas eran abundantes al aplicarse los procedimientos de depreciación acelerada para ajustarlos a la inflación creciente.

En cuanto a flujo de recursos internos disponibles, los de naturaleza financiera compensaron los años de pérdidas de operación.

Debido al brutal desplome de la bolsa de valores cuyo índice accionario (IPC) pasó de 373,216 puntos el 6 de octubre de 1987 a 87,199 el 11 de enero de 1988 su opción como mercado de capitales de inversión quedó cancelada. La estrategia empresarial de emisiones primarias fue sustituida por otra de recompra de sus propios títulos aprovechando el bajísimo nivel de precios y los excedentes de tesorería obtenidos en los años previos.

---

<sup>1</sup>Basave, Jorge; Los grupos de capital financiero en México, 1974-1995; Edit. IIEc/El Caballito; Mex.; 1996.

La firma del Pacto de Solidaridad Económica anunciado en diciembre de 1987 representó la participación directa de los representantes del sector privado oligopólico, industrial y financiero (casas de bolsa) en el diseño de la nueva política económica que precisaría su rumbo con el gobierno del presidente Salinas de Gortari.

En este nuevo contexto político-económico los grupos empresariales reorientaron sus recursos de nuevo a la producción con miras a la exportación y en muchos casos a la adquisición de empresas públicas en el marco del proceso de "adelgazamiento del Estado" que las puso a la venta.

Fueron estos años de cuantiosas inversiones exclusivamente con recursos propios dando además inicio a un extenso proceso de asociaciones estratégicas con capital externo para fortalecer su competitividad interna e internacional tecnológica, organizativa y por supuesto también financiera.

### 3. FINANCIAMIENTO DEL CRECIMIENTO EN LOS AÑOS NOVENTA

Durante los primeros cuatro años del período de estudio se conjuntaron varios factores que nos permiten analizar las tendencias de financiamiento del crecimiento de los grupos empresariales sin las distorsiones que prevalecían en años previos.

Hacia 1990 la economía recuperó el crecimiento real (3.6% promedio del PIB durante los primeros tres años, aunque después declinaría) y se dinamizó el mercado accionario interno (el nuevo IPC ajustado de la BMV pasó de 418.9 en dic. de 1989 a 628.8 en dic. de 1990 y a 1,431.5 en dic. de 1991. Para dic. de 1993 había alcanzado los 2,448 puntos).

El principal sustento del crecimiento fueron las exportaciones mientras el mercado interno permaneció estancado y las empresas pequeñas y medianas de diversos sectores entraron en una severa crisis de pagos, pero las empresas de nuestra muestra por su calidad exportadora mantuvieron su proceso de expansión.

Por otra parte durante 1989 y 1990 se recuperó el acceso a los mercados internacionales de crédito<sup>2</sup>. Adicionalmente a partir de 1991 con la reprivatización de la banca comercial se destinó una mayor proporción de los recursos crediticios internos al sector privado.

---

<sup>2</sup>Girón, Alicia; Fin de siglo y deuda externa: historia sin fin; Edit. IIEc/Cambio XXI; Mex.; 1995.

A fines de ese mismo año el proceso de privatizaciones entrò a una nueva etapa en la que se subastaron varias de las empresas estatales más grandes (TELMEX entre otras) incluidos los bancos comerciales.

Durante todo el período estudiado los grupos empresariales mexicanos emprendieron un conjunto de asociaciones estratégicas con capital extranjero fortaleciéndose para afrontar la competencia ante la apertura de la economía interna y para penetrar los mercados internacionales.

De acuerdo con lo mencionado anteriormente se contó durante todo el período de estudio con los tres factores de financiamiento del crecimiento que nos interesa analizar: 1) acceso crediticio, principalmente foráneo, que es la fundamental fuente crediticia de este sector empresarial<sup>3</sup>, 2) dinamismo del mercado accionario interno (hasta diciembre de 1994) y 3) utilidades crecientes por la bonanza exportadora.

Respecto de las variables utilizadas debo advertir que como parte de los recursos internos, además de las utilidades se incluyó la depreciación de activos. Esta fuente de recursos interna no solo ha tenido una gran significación para empresas de esta dimensión durante períodos de centralización de capital sino que además en etapas de modernización rebasa su carácter de reposición de activos al emprenderse procesos de renovación y sustitución tecnológica.

Lo primero que puede observarse al analizar los promedios para todo el período de seis años (1990-1995) es una mayor dependencia del endeudamiento bancario para financiar el crecimiento empresarial en los cuartiles más bajos en los que se dividió la muestra empresarial considerada dependiendo de su monto de activos (ver anexo), es decir aquellos que comprenden a los grupos empresariales de menor tamaño. Esto se acentúa notablemente en el cuartil 3 en donde alcanza un 80% (cuadro 1).

En cambio las empresas mayores lo hicieron en un 32% y las pertenecientes al segundo cuartil en un 47%.

---

<sup>3</sup>Basave, Jorge; Deuda externa empresarial en México: un análisis comparativo de sus períodos de crecimiento; Rev. Problemas del Desarrollo No. 107; oct-dic de 1996; IIEc.

CUADRO 1

ORIGEN DE RECURSOS  
 PROMEDIOS 1990-1995  
 (%)

	INTERNOS (UT. + DEPR.)	EXTERNOS: CREDITO (LARGO Y CORTO)	INCREMENTO CAPITAL SOC.
CUARTIL 1	66	32	3
CUARTIL 2	50	47	3
CUARTIL 3	16	80	3
CUARTIL 4	33	67	1

Fuente: Elaboración propia en base a Estados financieros del origen y aplicación de recursos de 44 emisoras de la BMV.

Correspondientemente las empresas mas grandes (cuartiles 1 y 2) utilizaron una mayor proporción de recursos propios en un 66 y 50% respectivamente.

El dato mas sobresaliente para nuestro objeto de estudio es la bajísima proporción de aportaciones nuevas de capital que en ningún caso rebasa al 3%.

Esto muestra una débil función del mercado accionario como proveedor de recursos para el crecimiento empresarial. Sin embargo cuando observamos las cifras presentadas para cada uno de los años del período (cuadro 2) se constata una tendencia, aunque irregular, hacia la inyección de capital fresco al conjunto de la muestra empresarial que se ve interrumpida en 1995.

Se trata del efecto pernicioso que sobre las emisiones accionarias tuvo la crisis de diciembre de 1994 acentuando el carácter inestable de esta fuente de recursos para las empresas en México.

CUADRO 2

ORIGEN DE RECURSOS  
ANUAL (%)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
CUARTIL 1						
INTERNOS	53	63	66	77	68	67
EXTERNOS	46	32	33	18	29	33
CAP. SOC.	1	5	1	5	3	0
CUARTIL 2						
INTERNOS	60	51	39	47	39	63
EXTERNOS	38	46	59	50	51	37
CAP. SOC.	2	3	1	3	9	0
CUARTIL 3						
INTERNOS	22	15	12	17	14	18
EXTERNOS	76	79	87	78	80	81
CAP. SOC.	2	6	0	5	5	1
CUARTIL 4						
INTERNOS	43	39	32	16	9	58
EXTERNOS	59	61	67	80	92	40
CAP. SOC.	-2	0	1	4	-1	1

Fuente: Elaboración propia en base a Estados financieros del origen y aplicación de recursos de 44 emisoras de la BMV.

Adicionalmente a factores económicos y coyunturales que no han permitido que el mercado de valores se transforme en una fuente de recursos de mayor peso en México debe considerarse que prevalece en los grupos empresariales mexicanos una marcada tendencia a la conservación del control patrimonial de tipo familiar.

Se trata de una inercia derivada de muchas décadas de operar en el marco de una economía oligopólica protegida, sin el acicate de la competencia, que incluso puede observarse también en los niveles de alta dirección de los grupos y que solo será modificada en la medida en que avance el proceso de competencia internacional en la que estos grupos empresariales ya se encuentran involucrados.

Con respecto a la participación de los recursos internos como fuente de financiamiento es indispensable realizar la siguiente observación:

Con la excepción del cuartil 3 en donde la proporción para todo el período es baja: 16%, el resto muestra cifras superiores al 33%. Sin embargo dicha proporción se ve disminuida al restar anualmente los dividendos repartidos por los grupos de la muestra. El resultado es que para todo el período se retira en promedio un 33.4% de las utilidades realizadas o bien un 10.9% de las utilidades más la depreciación generadas (cuadro 3).

CUADRO 3

RECURSOS INTERNOS Y RETIRO  
DE DIVIDENDOS: TOTAL MUESTRA  
(millones de pesos de 1990)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
DEPRECIACION	5,406	10,123	13,946	18,084	25,299	42,085
UTILIDADES	9,960	14,539	15,381	15,651	4,759	12,357
DIVIDENDOS	2,072	2,554	3,049	3,759	4,492	2,965
divid./ut.	20.8	17.5	19.8	24.0	94.4	24.0
					prom 90-95:	33.4
divid./ut.+depr.	13.5	10.3	10.4	11.1	14.9	5.4
					prom 90-95:	10.9

Fuente: Elaboración propia en base a Estados financieros del origen y aplicación de recursos de 44 emisoras de la BMV.

#### 4. BREVE ANALISIS COMPARATIVO

Para poder valorar adecuadamente las relaciones analizadas en el apartado anterior realizaremos en éste una breve comparación con datos de financiamiento de la inversión corporativa en otros países en desarrollo.



Para ello se reproducen los datos de un interesante estudio de Ajit Singh<sup>4</sup> que retoma datos similares, advirtiéndome que sus datos corresponden a los años 80.

Lo primero que debe advertirse es que este autor utiliza una metodología diferente a la de este trabajo en la selección de variables. En el caso de los recursos internos no toma en consideración los recursos de depreciación y amortización de activos fijos, y para el caso del financiamiento externo solamente considera los créditos de largo plazo, excluyendo los de corto<sup>5</sup>. En consecuencia para poder realizar una comparación procedí de manera similar ajustando los datos del apartado anterior utilizando su misma metodología.

Como los datos que me interesa comparar se refieren a totales de muestras consideradas para los distintos países, es decir sin dividirlos en cuartiles según el tamaño de las empresas, procedí también igual y los datos para nuestra muestra se presentan en el cuadro 4.

---

<sup>4</sup>Singh Ajit; The stock market, the financing of corporate growth and Indian industrial development; Cambridge Discussion Papers in Accounting and Finance; Cambridge, UK; 1994; mimeo.

<sup>5</sup>El criterio utilizado por el autor aunque no se hace explícito se basarían a mi juicio en que los recursos de depreciación son considerados como de reposición y no necesariamente de crecimiento, y el financiamiento de corto plazo se asumen como utilizados para capital de trabajo. Se trata de un criterio válido aunque discutible, pero no es el propósito de este trabajo polemizar al respecto.

CUADRO 4

ORIGEN DE RECURSOS AJUSTADO  
 PROMEDIOS 1990-1995  
 (%)

	INTERNOS (UTILIDAD)	EXTERNOS (LARGO P.)	INCREMENTO CAP.SOC.
CUARTIL 1	66	30	4
CUARTIL 2	34	59	8
CUARTIL 3	12	81	7
CUARTIL 4	1	100	-1
TOTAL	50	46	4

Fuente: Elaboración propia en base a Estados financieros del origen y aplicación de recursos de 44 emisoras de la BMV.

El resultado de este procedimiento altera muy ligeramente los datos de nuestra muestra correspondientes al total, incrementando la participación de la emisión accionaria en un 1% a costa de los recursos internos (utilidades retenidas).

No sucede lo mismo si procediéramos a presentar la muestra dividida en cuartiles ya que para el caso de los más bajos se presentan números negativos en las utilidades durante los años 1994 y 1995. Sin embargo omitimos esta comparación para concentrarnos en la comparación por países con los únicos datos localizados al respecto que se encuentran en el trabajo de Singh.

Comparando, encontramos que los grupos empresariales en México utilizan una proporción de recursos internos para el crecimiento: 4%, menor que cualquiera del resto de países considerados. El caso mas cercano sería Pakistán con un 5.2%. Pero se encuentra muy lejos de los casos de Malasia : 48% y Corea: 46.9%, e incluso es una cuarta parte del caso de India: 16.3% (cuadro 5).

Por el contrario se confirma la tendencia a recurrir de forma importante al financiamiento externo de largo plazo. La media en México: 46% está por encima de todos los países siendo el caso mas aproximado el de India con 38.9% y el mas distante el de Malasya con tan sólo 12%.

CUADRO 5

FINANCIAMIENTO DEL CRECIMIENTO CORPORATIVO  
 VARIOS PAISES: MAYORES CIAS. MANUFACTURERAS  
 MEDIAS (%)

PAIS	# EMPRESAS (período)	INTERNOS UTILIDADES	EXTERNOS ACCIONES	EXTERNOS DEUDA LARGO P.
KOREA	100 (1980-90)	15.8	46.9	30.4
PAKISTAN	100 (1980-88)	67.5	5.2	23.9
THAILAND	100 (1983-90)	14.7	n.d.	n.d.
INDIA	100 (1980-90)	38.1	16.3	38.9
MALAYSIA	100 (1983-90)	29.7	48.0	12.0

nota: valores promedio para el período en cada país.

Fuente: Ajit Singh; The stock market, the financing of corporate growth and Indian industrial development; Cambridge; 1994; mimeo; cuadro # 6, p. 35.

## 5. CONCLUSIONES

El tema sobre el financiamiento del crecimiento empresarial está conectado directamente a los del ahorro interno, la inversión y la balanza de pagos. Por eso es parte fundamental de la relación entre lo micro y lo macro en economía y compete al interés de la política económica nacional.

Una estrategia empresarial de crecimiento en base al sobreendeudamiento externo como por ejemplo la que siguieron los grupos empresariales en México durante los años 70 fue determinante, evidentemente junto a otros aspectos económico-

estructurales de igual o mayor importancia, en la naturaleza de la crisis que estalló en 1981/82.

De la misma forma si los esfuerzos para el fomento del ahorro interno a través de la consolidación del mercado de valores no pueden superar el carácter inestable y altamente especulativo que distingue a los mercados de economías en desarrollo (además de su concentración en el caso mexicano), sólo eventualmente satisfacerán las necesidades de capital de inversión empresariales e impedirán la entrada y/o permanencia de ahorradores de largo plazo.

Las variables empresariales que se analizan en este trabajo representan a los agentes económicos más dinámicos del país con un impacto directo e inmediato sobre la economía en su conjunto. Por esta razón son indispensables en la evaluación de los temas arriba mencionados al mostrar sus tendencias evolutivas y permitir deducir algunas consecuencias. Son, aunque todavía insuficientes, una primera aproximación al problema de la evaluación global sobre la estabilidad y proyección del crecimiento económico del país.

La confirmación de una estrategia de crecimiento empresarial sustentada en el crédito bancario y bursátil nos conduce a afirmar la existencia de un mercado accionario inmaduro y todavía notablemente ineficiente.

El que se trate primordialmente de financiamiento externo por su parte nos señala un sistema financiero nacional igualmente insuficiente que por otra parte no logra aliviar el peso que la deuda externa total tiene sobre la balanza de pagos nacional.

De tal forma, esta situación gravita negativamente sobre la contradicción en que se ha estado moviendo la política monetaria: devaluar para apoyar la balanza comercial. Pero en cada ocasión una de sus contrapartes es el agravamiento de las posibilidades de pago de la deuda externa y la súbita incurrancia en crisis de pagos de las empresas menos saludables financieramente. La secuela de diciembre de 1994 dejó en el camino a dos grandes grupos empresariales: SIDEK y Mexicana de Autobuses, y causó graves problemas a otras como el caso de VITRO.

La alternativa, por ejemplo, de que la banca comercial interna jugara un papel sobre el financiamiento empresarial más relevante que el mercado de accionario, como en el caso de Alemania, no aparece posible e un horizonte de corto plazo.

Adicionalmente a lo apuntado en este trabajo sobre la prevalecencia de una mentalidad empresarial de abultado control accionario, que

está cambiando muy lentamente, aparece contundentemente otro aspecto similar también de características retardatarias. Me refiero a una estrategia inversora de rápida recuperación no solamente en cuanto a tasas de beneficio (que no fueron analizadas en este trabajo) sino con elevados retiros de capital a través del reparto de dividendos que reduce la reinversión de utilidades. Este fenómeno característico en los grupos empresariales mexicanos desde los años 70<sup>6</sup> es particularmente negativa en un país que busca alcanzar mayores niveles de competitividad internacional no solamente para conquistar mercados externos sino para resistir la competencia de capitales externos ante la apertura de la economía.

---

<sup>6</sup>Basave, Jorge; Los grupos...; op cit.

ANEXO

MUESTRA EMPRESARIAL CONSIDERADA

CUARTIL 1

ALFA  
CEMEX  
CIFRA  
FEMSA  
GCARSO  
ICA  
SIDEK  
TELMEX  
VISA  
VITRO  
DESC

CUARTIL 2

APASCO  
BIMBO  
CEGUSA  
CYDSASA  
KIMBER  
LIVERPOL  
MODERNA  
PEÑÓLES  
TAMSA  
TMM  
GGEMEX

CUARTIL 3

AUTLAN  
CONTAL  
CRISOBA  
GISSA  
GPH  
MASECA  
PENWALT  
SANLUIS  
SYNKRO  
PONDER  
TUACERO

CUARTIL 4

ACMEX  
ARISTOS  
CAMESA  
EATON  
ICH  
IEM  
JDEERE  
LATINCA  
OXY  
TEXEL  
QBINDUS