

# Inversión, deuda y crecimiento

## en empresas mexicanas de elevada capitalización

UAM-Xochimilco  
arnava@correo.xoc.uam.mx

**Abigaíl Rodríguez Nava**

### RESUMEN

El propósito de esta investigación es analizar cuál es la vinculación entre inversión, deuda y crecimiento en las empresas mexicanas de elevada capitalización. Este análisis tiene como finalidad determinar si en estas empresas se reproduce el escenario observable en la actualidad que ocurre tanto a nivel nacional como internacional, y tanto en el sector público como en el sector privado: la existencia de un endeudamiento creciente derivado de compromisos financieros, pero escasa inversión productiva y por ende limitado crecimiento. Los principales resultados de la investigación sugieren la pertinencia

---

Fecha de recepción:  
13 de octubre de 2011  
Fecha de aprobación:  
21 de noviembre de  
2011

de la hipótesis Postkeynesiana, que resalta la importancia de la estructura financiera de la empresa sobre las magnitudes de inversión y producción.

**Palabras clave:** inversión, deuda, crecimiento económico, crisis financiera, compañías mexicanas.

**Clasificación JEL:** E22, G31, L11, L25

## 1. Introducción

Entre las características asociadas con la reciente crisis económica se encuentran la disminución de la inversión productiva, la contracción del nivel de empleo, la caída de la demanda, la contracción del producto y la exacerbación de las deudas públicas y privadas. Todos estos rasgos han estado presentes, no sólo en México, sino también en varios países latinoamericanos y europeos.

Distintos autores han propuesto explicaciones alternativas a la crisis reciente, a partir de observar algún ángulo del problema; por ejemplo, se ha examinado: el auge y dinamismo de los mercados financieros, la expansión desmedida de la deuda pública, la participación de la autoridad monetaria en la dinámica del flujo de capitales, los efectos de la política fiscal sobre las finanzas públicas, la relevancia de los desequilibrios comerciales y la necesidad de su financiamiento, la recurrencia de los escenarios de crisis, y el origen financiero y económico de la crisis.

El propósito de esta investigación es analizar la vinculación entre inversión, deuda y crecimiento en las empresas mexicanas de elevada capitalización, es decir, aquellas que se encuentran registradas en la Bolsa Mexicana de Valores. Este análisis tiene la finalidad de determinar si el escenario macroeconómico, mayor endeudamiento y escasa inversión y crecimiento, se reproduce en el contexto de las empresas. Con la investigación también se pretende recuperar elementos que sugieran la explicación más idónea de la relación entre las variables señaladas. En la visión Neoclásica, la preferencia de las empresas hacia el financiamiento vía deuda se explica por la suposición de que esta alternativa al capital accionario implica menores costos, pero la estructura de capital de la empresa no es determinante del nivel de inversión, ni del crecimiento; en contraste, el Postkeynesianismo señala que la estructura financiera de la empresa es la principal determinante de las decisiones de inversión y producción.

El documento está organizado de la siguiente forma: en la segunda sección se exponen los antecedentes teóricos de los enfoques Neoclásico y Postkeynesiano; en la tercera sección se muestra la evidencia empírica internacional sobre la evolución de las variables inversión, deuda y crecimiento; en la cuarta sección, se analiza la situación de las empresas mexicanas de elevada capitalización entre 1990 y 2011, a partir del

examen de sus estados financieros; y en la quinta sección se presentan las conclusiones de la investigación.

## 2. Antecedentes teóricos

La relación entre inversión, deuda y crecimiento, como variables que definen la situación económica y financiera de una empresa, ha sido explicada desde dos enfoques alternativos: la teoría Neoclásica y el Postkeynesianismo.

En la visión Neoclásica, la base del análisis lo constituyen los aportes de Modigliani y Miller (1958, 1959 y 1963). Los autores identificaron que el valor de una empresa, o su estructura de capital, es la suma del valor de su deuda y de su capital accionario; la decisión de financiamiento para una empresa depende de las condiciones que definen el escenario de base, las alternativas son las siguientes:

a) En condiciones de competencia perfecta, ausencia de impuestos, ausencia de costos de transacción, e idéntica tasa de interés como pago de un préstamo o de un bono, el valor de una empresa apalancada es idéntico al de una empresa no apalancada; sin embargo, el costo del capital en acciones se incrementa con el apalancamiento por el mayor riesgo del capital accionario, es decir, si la empresa prefiere un mayor endeudamiento por su bajo costo, el resultado es un mayor riesgo y mayor costo del capital accionario, por lo que no existe una motivación suficiente para que la firma modifique su estructura de capital original.

b) En condiciones de competencia perfecta, ausencia de costos de transacción, idéntica tasa de interés como pago de un préstamo o de un bono, pero en vigencia de impuestos corporativos, el valor de una empresa apalancada es equivalente al valor de una empresa no apalancada más el valor de la deuda; este resultado significa que el valor de la empresa es mayor entre mayor sea el apalancamiento, lo que se explica porque las empresas prefieren el apalancamiento como forma de financiamiento debido a que los pagos de intereses por las deudas son deducibles de impuestos, a diferencia del pago de dividendos. La empresa elegirá entonces la forma de financiamiento menos costosa (Modigliani y Miller, 1958; Modigliani y Miller, 1959 y Modigliani y Miller, 1963).

A partir de los resultados teóricos anteriores, se han elaborado varias investigaciones que exploran la decisión sobre el tipo de financiamiento que es más conveniente para una empresa, en la mayor parte de éstos, tal decisión se asocia con la política fiscal, especialmente con cambios en la reglamentación tributaria. Así por ejemplo, Gupta y Newberry (1997) exploran los determinantes de las tasas efectivamente pagadas por impuestos en Estados Unidos desde 1986, los autores atribuyen la variabilidad de la tasa pagada a la estructura de capital de la firma, la combinación de activos que poseen y al desarrollo de sus operaciones (medido por su rentabilidad), pero escasamente encuentran relación con el tamaño de las empresas. Gordon y Lee (2001) examinan la política

de financiamiento en corporaciones estadounidenses entre 1954 y 1995, los autores concluyen que la respuesta a los impuestos se asocia con el tamaño de las empresas, particularmente, resaltan que los cambios en impuestos generan mayores efectos en las grandes empresas, por ejemplo un incremento en la tasa impositiva sobre su ingreso se traduce en un aumento importante del financiamiento con deuda suponiendo que el pago de intereses es deducible; en cambio las decisiones de financiamiento de las pequeñas empresas son casi insensibles a las variaciones en impuestos.

Woon y Radulescu (2005) realizan un estudio empírico para varios países de Europa oriental con el objeto de determinar la relación entre el gravamen al ingreso de las empresas, la depreciación y la inflación; en el trabajo se muestra que las reducidas tasas impositivas no parecen incentivar la actividad productiva, aunque sí generan adecuadas compensaciones a las pérdidas generadas por la inflación.

En otros trabajos, se ha intentado vincular la política fiscal con las decisiones de inversión de las empresas y los precios de sus activos. Hanlon y Heitzman (2010) reconocen tres enfoques alternativos: la presunción de irrelevancia de los impuestos en ganancias y dividendos; el enfoque tradicional que resalta el costo económico entre los beneficios generados por el capital accionario y los impuestos sobre dividendos; y la nueva generación de investigaciones que retorna a la hipótesis de la irrelevancia de los impuestos.

El enfoque de irrelevancia tiene como base las aportaciones de Modigliani y Miller (1958, 1959 y 1963). En el enfoque tradicional, se asume como base el comportamiento microeconómico definido teóricamente para una empresa: se elige el pago de dividendos siempre que el aporte marginal de una unidad adicional del capital accionario iguale el costo marginal pagado por impuestos; entonces se deduce que reducciones en impuestos sobre dividendos generarán menores tasas de rendimiento exigibles, mayores inversiones y mayor pago de dividendos; este enfoque se explica claramente en Poterba y Summers (1985). El retorno al enfoque de irrelevancia se ha sugerido en el sentido de que impuestos a dividendos no distorsionan el comportamiento las firmas respecto a la inversión o las decisiones de pago; este resultado supone que las tasas impositivas y las tasas de rendimiento se mantienen constantes, y que la totalidad de las ganancias se distribuye entre los accionistas como dividendos.

En el enfoque tradicional, uno de los trabajos recientes es el de Poterba (2004), donde con base en el comportamiento microeconómico de las firmas, se examina empíricamente la vinculación entre cambios legislativos en Estados Unidos sobre impuestos a dividendos y ganancias de capital y las decisiones de inversión y pago a accionistas, el autor encuentra que entre 1935 y 2002 la estructura impositiva sí afecta la proporción de ganancias que es distribuida como dividendos. En contraposición Auerbach y Hasset (2003), señalan que son pocas las empresas que actúan según señala el enfoque tradicional, y subrayan la imposibilidad de establecer resultados concluyentes dada la amplia heterogeneidad de las firmas.

Entre los trabajos recientes asociados con la irrelevancia de impuestos se encuentran los de Collins y Kemsley (2000) y Shackelford y Shevlin (2001). Collins y Kemsley

centran su estudio en examinar los impuestos sobre dividendos, encuentran que las ganancias reinvertidas están sujetas a tres tipos de gravámenes (sobre ingresos corporativos, sobre dividendos y sobre ingresos de capital), en cambio, cuando las ganancias son pagadas en forma distinta a dividendos, se reduce el pago de impuestos, al mismo tiempo que se beneficia a los accionistas. A partir de una amplia revisión de la literatura referente al ingreso entre las firmas, Shackelford y Shevlin (2001), detallan algunas estrategias que favorecen la reducción de pagos tributarios, como por ejemplo, señalar tasas de inversión muy elevadas y aun más que las tasas de depreciación.

Por otro lado, el enfoque Poskeynesiano acentúa la vinculación entre inversión, deuda y crecimiento de las empresas con el contexto de la política monetaria y la fiscal. Una de las primeras aportaciones se debe a Kalecki (1954), quien subrayó la existencia de una relación positiva entre ganancias e inversión, y entre la expansión de una firma y la acumulación de capital; también discutió las limitaciones del financiamiento vía emisión de bonos o aumentos en el capital accionario.

En la interpretación de Steindl (1981), sobre la teoría de la inversión de Kalecki, las empresas tienen necesidad de conservar cierta liquidez para cumplir sus cargas financieras, regulan su liquidez a través de dos formas: a) mediante la contratación de préstamos o el incremento de capital, lo que genera incremento de obligaciones futuras; b) mediante la variación de los recursos destinados a inversión, aunque la contracción actual de la inversión generará la reducción futura de las ganancias (Toporowski, 2005).

En la propuesta de Minsky (1977, 1984), la estructura financiera de una empresa es relevante en las decisiones de producción, inversión y financiamiento; al adquirir una deuda, prestamistas y prestatarios están conscientes de que su viabilidad depende de que el valor de la producción, permita pagar los costos de producción y contar con un excedente para cubrir el pago de la deuda o habilitar su refinanciamiento.

Para Minsky (1984), la estructura financiera se define a partir de la relación entre los compromisos financieros y el flujo de ingresos, las posibilidades son: a) el financiamiento con cobertura, que se distingue porque los flujos de efectivo provenientes de los ingresos por producción son siempre, en todos los periodos, mayores a las obligaciones financieras; b) el financiamiento especulativo, se caracteriza porque la suma esperada de los flujos totales de efectivo, actuales y previsibles, provenientes de la producción excede a la suma esperada de los compromisos financieros, pero en los periodos inmediatos de corto plazo las obligaciones financieras por la deuda exceden a los ingresos; c) el financiamiento Ponzi, que exhibe, en el corto plazo, ingresos menores a las obligaciones financieras, cuando los ingresos de la empresa son insuficientes para satisfacer el pago de intereses, la deuda se incrementa paulatinamente; esta situación sólo puede mantenerse, si existe la expectativa de que en el futuro, parte de los activos podrán venderse a precios considerables (Minsky, 1984: 23).

En opinión de Minsky, la inversión productiva depende de los flujos esperados de ganancias, la deuda existente y la previsión de pagos por compromisos financieros, los precios actuales de los bienes de producción, los precios de los instrumentos financieros y del precio de oferta de los activos de capital; además, la producción actual depende,

entre otros factores, del nivel de apalancamiento (Minsky, 1984: 39).

Minsky identifica una correlación positiva entre ganancias e inversión; en una economía cerrada y con un gobierno pequeño, las ganancias igualan a la inversión, ésta depende de la disponibilidad de financiamiento externo; pero, ante la expectativa de volatilidad de los ingresos, de los flujos positivos esperados, y de los compromisos financieros se genera inestabilidad (una estructura financiera con cobertura puede transformarse rápidamente en una estructura especulativa y converger en una estructura Ponzi). La expectativa de volatilidad de precios también propicia que las empresas aumenten su preferencia por la liquidez y reduzcan su posesión de activos de largo plazo, en la creencia de que con esto podrán satisfacer sus adeudos y cualquier contingencia futura; sin embargo, en su lugar, la contracción de la inversión propicia la caída de las ganancias y acentúa los riesgos financieros. En un escenario inestable, la política monetaria puede actuar restringiendo el crecimiento de la tasas de interés.

La vinculación entre ganancias e inversión también puede analizarse considerando la participación del gobierno a través de su política fiscal; si existe una correlación negativa entre déficit público e inversión, es decir, cuando el gasto público es creciente, pero los ingresos públicos disminuyen por una caída en la inversión, la contracción resultante en las ganancias es menor;<sup>1</sup> no obstante, la reducción de los beneficios también puede conducir a los escenarios especulativo y Ponzi (Minsky, 1984: 42).

Más recientemente, la vinculación inversión, deuda y crédito en el caso de las empresas y desde el enfoque Postkeynesiano se ha examinado en los trabajos de Isenberg (1989) y Kinsella (2011); y en términos macroeconómicos se estudia en Bordo, Meissner y Stuckler (2009) y en Nersisyan y Wray (2010).

### 3. Dinámica agregada

En términos agregados, el escenario económico actual muestra la contracción del producto, la reducción en la inversión productiva, el incremento de las obligaciones financieras y la acentuación de la demanda de títulos financieros.

En el Cuadro 1, se muestra la contracción generalizada del producto en el año 2009, situación que ya era previsible desde 2008. En el Cuadro 2 se muestra la expansión de la deuda pública en los últimos doce años, este hecho ha sido muy notorio en varios países europeos como en Alemania, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y el Reino Unido. La simple comparación entre los datos de los cuadros 1 y 2 evidencia que la expansión de la deuda pública, no ha repercutido favorablemente en los niveles de producción; esta circunstancia permite suponer entonces que el gasto público se ha dirigido hacia el gasto corriente, o bien, hacia el cumplimiento de los compromisos financieros (cayéndose en una estructura pública tipo Ponzi).

En los cuadros 3 y 4, se muestra la evolución de la deuda en algunos países, se trata de los saldos vigentes por deuda y por tipo de emisor; en algunos países como Estados

<sup>1</sup> El creciente déficit público permite compensar la contracción de la inversión privada, esto puede funcionar como una política fiscal de estabilización, pero sólo en el corto plazo.

Unidos, España, Francia e Italia, los deudores son especialmente instituciones financieras; si se observa la deuda doméstica, se encuentra que un porcentaje considerable de ésta es obligación de empresas productivas, lo que ocurre por ejemplo en Estados Unidos, Francia, Italia y Japón; destaca también que en otros casos, como en Brasil, Argentina, China y México, que el principal deudor es el gobierno.

**Cuadro 1. Tasas de crecimiento del Producto Interno Bruto**

País	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Australia	3.4	2.7	3.9	3.6	3.3	3.4	2.5	4.7	2.4	1.4	2.6	2.9
Austria	3.3	0.5	1.6	0.7	2.6	2.8	3.5	3.7	2.2	-3.9	2.1	2.9
Bélgica	3.8	0.7	1.4	0.8	3.1	2.0	2.7	2.8	0.8	-2.7	2.1	2.4
Canadá	5.2	1.8	2.9	1.9	3.1	3.0	2.8	2.2	0.5	-2.5	3.1	3.0
Dinamarca	3.5	0.7	0.5	0.4	2.3	2.4	3.4	1.6	-1.1	-5.2	2.1	1.9
Estonia	10.0	7.5	7.9	7.6	7.2	9.4	10.6	6.9	-5.1	-13.9	3.1	5.9
Finlandia	5.3	2.2	1.7	2.1	4.1	3.0	4.4	5.3	1.0	-8.3	3.1	3.8
Francia	4.1	1.8	1.1	1.1	2.3	2.0	2.4	2.3	0.1	-2.7	1.4	2.2
Alemania	3.5	1.4	0.0	-0.2	0.7	0.9	3.6	2.8	0.7	-4.7	3.5	3.4
Grecia	4.5	4.2	3.4	5.9	4.4	2.3	5.2	4.3	1.0	-2.0	-4.5	-2.9
Hungría	4.9	4.0	4.1	3.9	4.3	3.4	3.7	0.8	0.6	-6.5	1.0	2.7
Islandia	4.3	3.9	0.1	2.4	7.7	7.5	4.6	6.0	1.4	-6.9	-3.5	2.2
Irlanda	9.7	5.7	6.6	4.4	4.6	6.0	5.3	5.6	-3.6	-7.6	-1.0	0.0
Italia	3.9	1.7	0.5	0.1	1.4	0.8	2.1	1.4	-1.3	-5.2	1.2	1.1
Japón	2.9	0.2	0.3	1.4	2.7	1.9	2.0	2.4	-1.2	-6.3	4.0	-0.9
Corea	8.8	4.0	7.2	2.8	4.6	4.0	5.2	5.1	2.3	0.3	6.2	4.6
México	6.0	-0.9	0.1	1.4	4.0	3.2	5.2	3.2	1.5	-6.1	5.5	4.4
Países Bajos	3.9	1.9	0.1	0.3	2.2	2.0	3.4	3.9	1.9	-3.9	1.8	2.3
Nueva Zelanda	3.7	2.5	4.6	4.4	4.1	3.2	2.0	3.4	-0.7	0.0	2.5	0.8
Noruega	3.3	2.0	1.5	1.0	3.9	2.7	2.3	2.7	0.8	-1.4	0.4	2.5
Polonia	4.5	1.3	1.5	3.9	5.2	3.6	6.2	6.8	5.0	1.7	3.8	3.9
Portugal	3.9	2.0	0.7	-0.9	1.6	0.8	1.4	2.4	0.0	-2.5	1.3	-2.1
Eslovenia	4.4	2.8	4.0	2.8	4.3	4.5	5.9	6.9	3.7	-8.1	1.2	1.8
España	5.0	3.6	2.7	3.1	3.3	3.6	4.0	3.6	0.9	-3.7	-0.1	0.9
Sweden	4.6	1.4	2.5	2.5	3.7	3.1	4.6	3.4	-0.8	-5.3	5.3	4.5
Switzerland	3.6	1.2	0.4	-0.2	2.5	2.6	3.6	3.6	1.9	-1.9	2.6	2.7
Reino Unido	3.9	2.5	2.1	2.8	3.0	2.2	2.8	2.7	-0.1	-4.9	1.3	1.4
Estados Unidos	4.1	1.1	1.8	2.5	3.6	3.1	2.7	1.9	0.0	-2.6	2.9	2.6

Fuente: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

**Cuadro 2. Deuda pública como proporción del Producto Interno Bruto**

País	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Australia	8.6	6.2	4.4	2.3	0.2	-1.4	-4.7	-7.3	-7.6	-3.8	1.8	6.1
Austria	34.8	35.6	37.0	36.1	38.0	38.0	33.9	30.8	33.6	38.6	44.0	45.7
Bélgica	97.5	95.0	93.3	90.3	83.9	82.0	77.2	73.3	73.9	80.1	80.8	80.8
Canadá	46.2	44.3	42.6	38.7	35.2	31.0	26.3	22.9	22.4	28.4	30.4	33.7
Dinamarca	22.5	20.1	19.1	18.0	14.8	10.5	1.9	-3.8	-6.6	-4.6	-1.1	2.7
Estonia	-30.4	-28.5	-28.6	-29.1	-32.1	-31.9	-31.4	-29.6	-26.2	-29.1	-35.2	-31.9
Finlandia	-31.1	-31.7	-31.4	-38.5	-46.7	-58.7	-69.4	-72.6	-52.4	-63.2	-63.9	-59.2
Francia	35.1	36.7	41.8	44.2	45.3	43.2	37.2	34.8	42.7	49.3	56.6	60.2
Alemania	33.9	36.2	40.3	43.1	47.2	49.3	47.4	42.2	43.9	47.9	50.1	50.2
Grecia	89.0	93.2	95.1	87.6	87.7	91.8	86.1	80.4	88.9	100.5	114.2	124.8
Hungría	32.3	31.7	36.4	37.3	41.5	46.0	51.2	52.3	51.4	58.5	60.6	54.2
Islandia	37.5	29.2	28.5	30.7	27.7	13.6	7.9	-1.0	26.0	39.9	43.1	44.1
Irlanda	15.7	12.3	13.8	11.5	8.3	6.1	1.5	-0.2	12.5	26.8	59.1	70.0
Italia	95.6	96.3	95.7	92.7	92.5	93.8	90.7	87.1	89.9	100.5	99.1	100.6
Japón	60.4	66.3	72.6	76.5	82.7	84.6	84.3	81.5	96.5	110.0	116.3	127.8
Corea	..	..	-32.3	-30.9	-31.4	-35.6	-37.0	-40.4	-37.9	-38.4	-37.3	-38.1
México	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Países Bajos	34.9	33.0	34.9	36.2	37.6	35.0	31.6	27.9	26.8	29.9	34.6	37.6
Nueva Zelanda	23.4	21.1	16.8	11.0	4.8	-1.5	-8.1	-13.1	-12.6	-8.9	-4.5	4.2
Noruega	-67.2	-84.4	-80.7	-95.1	-104.2	-121.5	-135.2	-141.6	-126.4	-156.0	-165.9	-161.5
Polonia	15.5	18.5	22.1	22.7	20.8	23.5	22.4	17.0	17.3	22.5	28.7	32.6
Portugal	28.0	29.8	34.0	36.2	41.1	44.1	50.1	49.6	54.0	64.3	68.8	75.5
Eslovenia	..	-15.7	-14.2	-9.5	-9.7	-8.5	-9.9	-17.6	-5.7	0.1	7.2	12.6
España	44.2	41.5	40.3	36.8	34.6	29.5	23.2	18.7	23.3	34.8	40.2	45.7
Sweden	5.5	-2.5	3.9	0.0	-2.7	-7.9	-18.9	-22.5	-16.6	-24.4	-26.1	-25.0
Switzerland	3.3	2.8	7.3	7.4	9.3	8.4	5.5	1.0	2.8	1.7	1.2	0.5
Reino Unido	26.8	23.2	23.7	23.9	25.9	27.1	27.5	28.5	33.0	44.0	56.3	62.4
Estados Unidos	35.3	34.6	37.2	40.5	42.1	42.5	41.7	42.6	48.2	59.8	67.3	74.8

Fuente: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

En el Cuadro 5, se exhibe la evolución de la formación de capital fijo; en correspondencia con el producto, destaca la aun más severa contracción de la inversión en el año 2009; en algunos casos, como en Estados Unidos, España, Nueva Zelanda, Portugal, Canadá, Irlanda y Grecia, el deterioro de la inversión fue más de cuatro veces mayor que la contracción del producto.

**Cuadro 3. Saldos totales de los títulos de deuda internacional por nacionalidad del emisor (Billones de dólares estadounidenses)**

País	Saldo emitido por instituciones financieras			Saldo emitido por instituciones corporativas			Saldo emitido por el gobierno		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
E. U. A.	4883.1	5124.9	5469.2	713.7	912.4	1232.2	3.4	3.8	<b>10.8</b>
Canadá	232.0	262.7	316.7	119.6	125.2	152.1	89.1	80.5	<b>100.2</b>
Reino Unido	2183.1	2471.1	2830.3	273.5	268.8	293.5	10.5	8.5	<b>49.7</b>
Alemania	2543.4	2479.2	2497.1	120.0	122.9	132.1	307.3	282.4	<b>302.4</b>
Francia	1260.4	1335.7	1560.8	304.9	307.2	400.5	42.1	44.8	<b>55.9</b>
España	1396.6	1441.7	1625.9	52.4	46.7	56.2	84.4	94	<b>142.2</b>
Italia	834.9	942.3	1063.0	78.6	71.4	94.6	247.4	219.0	<b>244.7</b>
Japón	299.4	330.5	341.3	61.6	68.6	53.3	2.6	3.1	<b>3.1</b>
China	29.6	34.9	34.9	4.6	6.8	7.9	5.8	4.2	<b>4.6</b>
Brasil	52.8	57.2	72.5	13.7	11.3	14.9	52.4	49.0	<b>52.6</b>
Argentina	3.1	2.8	2.9	4.8	3.5	3.4	57.3	47.5	<b>46.9</b>
<b>México</b>	<b>32.5</b>	<b>30.3</b>	<b>29.3</b>	<b>21.1</b>	<b>17.2</b>	<b>26.2</b>	<b>43.0</b>	<b>41.6</b>	<b>42.9</b>

Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banco Internacional de Pagos.

**Cuadro 4. Saldos totales de los títulos de deuda doméstica por nacionalidad del emisor (Billones de dólares estadounidenses)**

	Saldo emitido por instituciones financieras			Saldo emitido por instituciones corporativas			Saldo emitido por el gobierno		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
E. U. A.	13833.6	13719.9	13130.2	2888.3	2926.7	2822.5	6592.4	7883.6	<b>9151.9</b>
Canadá	338.3	253.4	259.7	131.5	109.7	134.3	739.0	675.1	<b>865.5</b>
Reino Unido	432.9	377.8	402.4	23.1	15.7	21.9	902.1	825.8	<b>1141.8</b>
Alemania	1051.0	927.9	1020.3	189.7	299.9	345.8	1393.0	1364.3	<b>1560.6</b>
Francia	1061.6	1153.6	1214.2	267.8	284.3	282.6	1405.1	1436.8	<b>1691.7</b>
España	602.8	546.3	636.5	545.6	663.8	730.9	495.6	540.0	<b>703.9</b>
Italia	933.8	1055.0	1218.4	327.8	413.3	497.9	1722.4	1779.7	<b>2053.6</b>
Japón	982.5	1172.3	112.9	728.2	766.6	784.0	7145.1	9113.2	<b>9704.8</b>
China	446.2	607.5	697.7	104.4	185.5	299.2	1136.7	1416.5	<b>1415.8</b>
Brasil	250.9	306.2	416.9	7.8	6.7	8.2	694.1	545.8	<b>801.6</b>
Argentina	4.3	4.0	3.2	8.3	7.8	7.5	63.1	54.4	<b>46.3</b>
<b>México</b>	<b>133.2</b>	<b>119.9</b>	<b>116.2</b>	<b>27.8</b>	<b>25.0</b>	<b>27.8</b>	<b>191.6</b>	<b>174.6</b>	<b>206.3</b>

Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banco Internacional de Pagos.

**Cuadro 5. Tasas de crecimiento de la formación bruta de capital fijo**

País	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Australia	2.0	-3.6	16.1	9.6	6.3	9.4	4.2	10.3	7.2	-2.4	4.9	4.3
Austria	4.8	-1.5	-4.0	3.3	1.6	2.4	0.9	3.5	2.8	-7.9	-1.2	3.0
Bélgica	5.1	1.1	-4.5	0.1	7.5	7.0	2.8	6.0	2.2	-5.0	-1.5	2.2
Canadá	4.7	4.0	1.6	6.2	7.8	9.3	7.1	3.5	1.4	-11.7	8.3	6.8
Dinamarca	7.6	-1.4	0.1	-0.2	3.9	4.7	14.3	0.4	-3.3	-14.3	-4.0	3.6
Estonia	16.7	9.9	24.0	18.6	5.2	15.3	23.2	6.0	-15.0	-32.9	-9.2	14.8
Finlandia	6.0	3.0	-4.0	2.9	4.9	3.6	2.2	10.1	0.0	-14.5	0.1	5.7
Francia	7.5	2.3	-1.6	2.2	3.3	4.5	4.5	5.9	0.3	-6.9	-1.1	4.0
Alemania	3.7	-3.4	-6.1	-0.3	-1.3	1.1	8.7	4.9	1.8	-10.0	5.7	6.3
Grecia	8.0	4.8	9.5	11.8	0.4	-6.3	10.6	5.5	-7.5	-11.2	-16.5	-10.4
Hungría	7.2	4.7	10.5	2.1	7.9	5.7	-3.2	1.7	2.9	-8.0	-5.6	0.6
Islandia	11.8	-4.3	-14.0	11.1	28.1	35.7	22.4	-11.1	-19.7	-50.9	-8.1	14.7
Irlanda	5.9	0.1	2.9	6.5	9.5	15.0	4.4	2.6	-14.4	-30.9	-27.7	-11.0
Italia	7.1	2.4	3.7	-0.9	1.5	1.4	3.2	1.4	-3.8	-12.0	2.3	1.2
Japón	1.2	-0.9	-4.9	-0.5	1.4	3.1	0.5	-1.2	-3.6	-11.7	-0.2	0.0
Corea	12.3	0.3	7.1	4.4	2.1	1.9	3.4	4.2	-1.9	-1.0	7.0	-0.4
México	11.4	-5.6	-0.7	0.4	8.0	7.4	9.9	6.9	5.9	-11.2	2.3	8.6
Países Bajos	0.6	0.2	-4.5	-1.5	-1.6	3.7	7.5	5.5	5.1	-12.7	-4.8	5.4
Nueva Zelanda	8.1	-1.2	10.8	10.9	12.7	5.4	-1.4	6.0	-4.4	-10.6	2.4	6.0
Noruega	-3.5	-1.1	-1.1	0.2	10.2	13.3	11.7	12.5	2.0	-7.4	-8.9	6.4
Polonia	2.8	-9.7	-6.3	-0.1	6.4	6.5	14.9	17.2	9.6	-0.8	-2.2	9.7
Portugal	3.9	0.6	-3.2	-7.1	0.0	-0.5	-1.3	2.6	-0.3	-11.2	-5.0	-10.0
Eslovenia	2.2	0.7	0.7	8.1	5.6	3.7	10.1	12.8	8.5	-21.6	-6.7	0.4
España	6.6	4.8	3.4	5.9	5.1	7.0	7.2	4.5	-4.8	-16.0	-7.6	-3.4
Sweden	6.0	0.7	-1.3	1.8	4.9	8.0	9.7	9.1	1.0	-16.2	5.9	7.8
Switzerland	4.2	-3.5	-0.5	-1.2	4.5	3.8	4.7	5.1	0.5	-4.9	4.6	6.5
Reino Unido	2.7	2.6	3.6	1.1	5.1	2.4	6.4	7.8	-5.0	-15.4	3.0	1.7
Estados Unidos	6.8	-1.0	-2.7	3.1	6.2	5.3	2.5	-1.2	-4.5	-14.8	3.3	4.2

Fuente: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

#### 4. Inversión, deuda y crecimiento en empresas mexicanas

Para examinar cómo ha sido la dinámica de la inversión, deuda y crecimiento en las empresas mexicanas se utilizó como principal base de datos *Económica*, de donde se obtuvieron los estados financieros de las empresas cuyas acciones cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) de México, se excluyeron solamente a las firmas dedicadas al sector financiero. El periodo de análisis se concentra entre los años 2000 y 2011, cuando la disponibilidad de información lo permite, se reportan los resultados para un periodo 1990-2011.

Con el fin de determinar las diferencias entre las empresas de acuerdo al sector productivo – comercial al que pertenecen, se consideró conveniente adoptar la clasificación de las empresas que realiza la BMV, a través de sus índices accionarios de actividad económica, estos índices son: Extractiva RT, Transforma RT, Construye RT, Comercio RT y Enlace RT.<sup>2</sup>

Para cada una de las empresas que constituyen estos índices se obtuvieron las variables de activos totales, pasivos totales, inversión física (que incluye los rubros de propiedades, planta y equipo neto, construcción y obras de infraestructura, maquinaria y equipo, y otros equipos), deudas financieras de corto plazo, deudas financieras de largo plazo, capital contable, resultado bruto (por operaciones) y utilidad neta; también se calculó el indicador de rentabilidad Rendimientos Sobre Activos (ROA).<sup>3</sup>

### a) Activos y Pasivos

**Cuadro 6. Tasas de crecimiento de activos y pasivos de empresas mexicanas**

Fecha	Extractiva		Transforma		Construye		Comercio		Enlace	
	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos
1995	-24.84	-32.38	-31.18	-30.73	-23.84	-22.49	-37.31	-37.16	-42.87	-31.55
1996	-7.59	-14.80	-0.64	-7.31	-1.51	-4.98	-2.47	-9.76	-8.17	-2.74
1997	7.49	30.11	8.15	12.25	6.27	4.88	17.72	17.70	-6.27	0.02
1998	7.09	25.98	9.32	4.33	8.85	32.37	-2.08	6.30	8.00	20.39
1999	17.72	49.10	10.83	19.15	-4.08	-2.91	5.14	7.13	-15.64	-22.80
2000	-9.12	29.47	3.76	35.54	4.35	53.25	11.94	43.01	-15.56	-7.11
2001	-13.05	-5.68	1.83	26.55	6.14	11.06	1.44	1.40	-8.63	21.05
2002	0.32	3.27	3.23	4.73	5.76	4.49	5.70	7.23	-4.21	12.82
2003	-5.07	-14.96	26.17	41.24	23.79	23.18	9.69	10.63	6.10	3.26
2004	9.63	-0.98	15.65	25.78	18.85	6.15	13.22	12.44	11.75	10.18
2005	0.05	-5.21	1.61	-2.02	33.34	38.11	10.53	10.73	14.15	5.08
2006	9.21	7.00	10.08	4.63	21.22	33.21	12.64	12.13	16.77	18.26
2007	11.17	8.73	19.11	22.32	18.83	19.02	16.03	15.26	-6.92	9.80
2008	25.97	29.12	11.97	36.29	10.34	20.73	2.37	8.18	8.12	18.73
2009	0.05	-5.18	5.07	1.71	1.57	4.62	1.87	-1.68	16.96	20.55
2010	7.77	13.94	-1.69	-5.96	2.48	3.35	3.38	8.65	0.14	5.46

Fuente: Elaboración propia.

De acuerdo con la regla contable, la suma de los pasivos y el capital contable debe igualar al valor de los activos, esto implica que la diferencia entre activos y pasivos puede explicarse por la variación del capital de la empresa. En el Cuadro 6, se ilustran diferentes comportamientos en las empresas mexicanas de mayor capitalización; en las empresas que pertenecen a los sectores de la transformación, telecomunicaciones

<sup>2</sup> Las empresas que constituyen cada uno de estos grupos se enumeran en el Anexo.

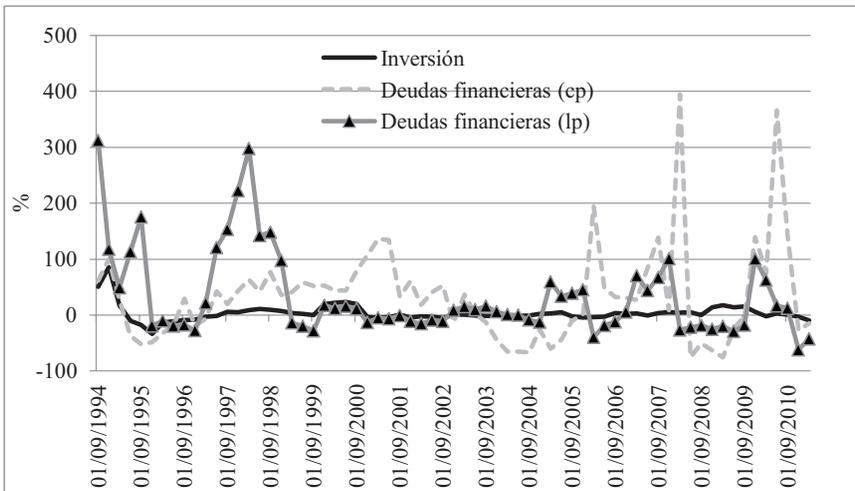
<sup>3</sup> El ROA se define como la razón de la utilidad neta y los activos totales.

(enlace) y construcción, tradicionalmente el incremento de los pasivos ha sido mayor que el de los activos, con excepción de los años 2003-2004 para las dos últimas; en cambio, en la industria extractiva a partir del 2004 se muestra el mayor crecimiento de los activos que de los pasivos, lo que sugiere mayor preferencia hacia el capital accionario como forma de financiamiento; y en el sector comercial, con excepción de los años 2000-2008, prácticamente, la evolución de los activos y pasivos ha sido semejante.

**b) Inversión y deudas financieras**

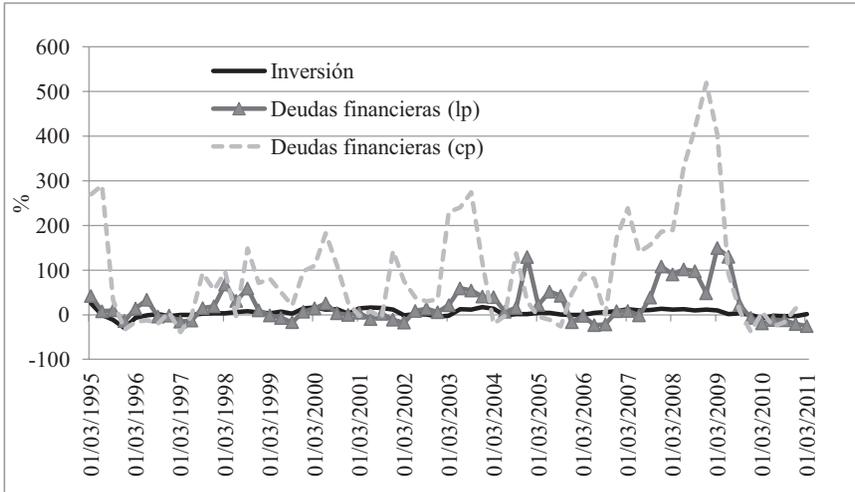
La relación entre el crecimiento de la inversión física y de las deudas financieras de corto y largo plazo exhibe también diferente dinámica entre las industrias. En las gráficas 1 a 5 se ilustra esta evolución.

**Gráfica 1. Tasas de crecimiento de la inversión y de las deudas financieras de corto y largo plazos en empresas mexicanas de la industria extractiva**



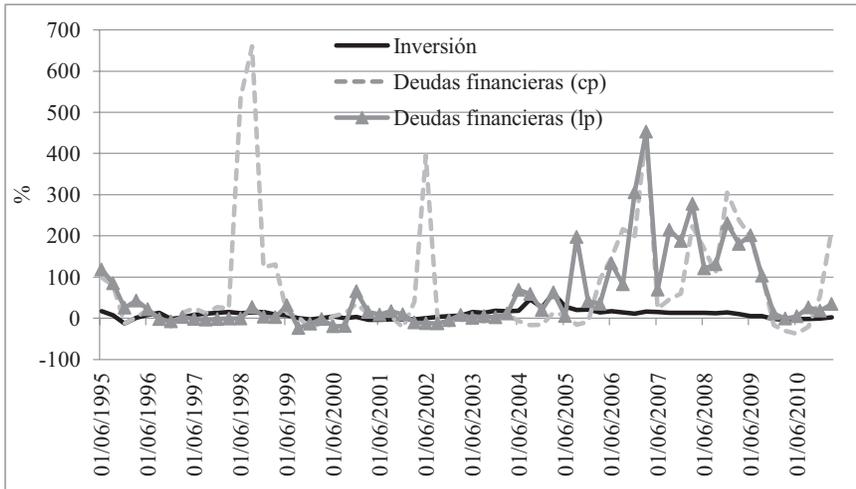
Fuente: Elaboración propia.

**Gráfica 2. Tasas de crecimiento de la inversión y de las deudas financieras de corto y largo plazos en empresas mexicanas de la industria de la transformación**



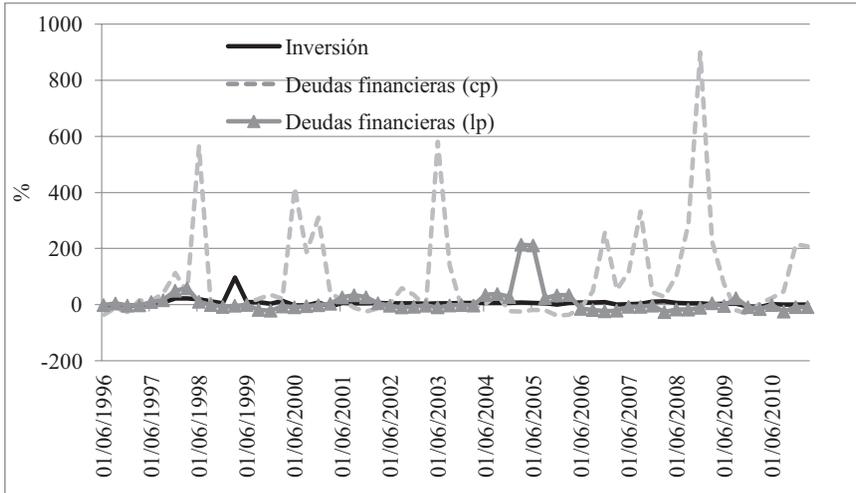
Fuente: Elaboración propia.

**Gráfica 3. Tasas de crecimiento de la inversión y de las deudas financieras de corto y largo plazos en empresas mexicanas de la industria de la construcción**



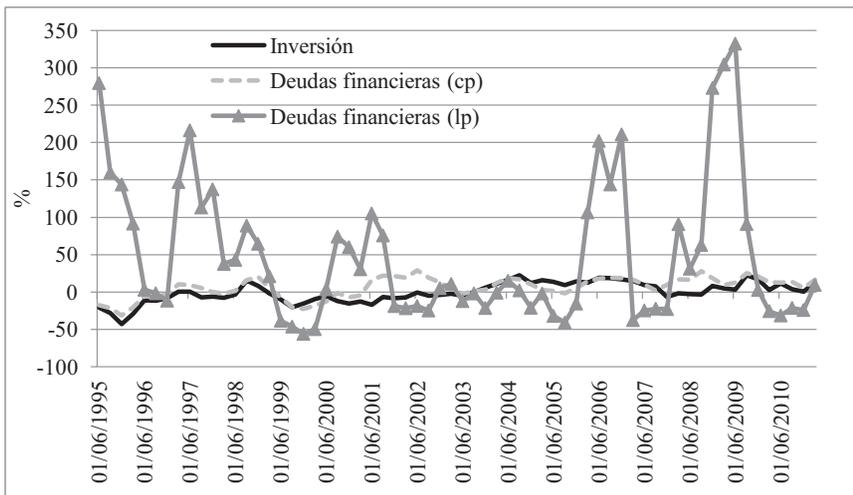
Fuente: Elaboración propia.

**Gráfica 4. Tasas de crecimiento de la inversión y de las deudas financieras de corto y largo plazos en empresas mexicanas del sector comercio**



Fuente: Elaboración propia.

**Gráfica 5. Tasas de crecimiento de la inversión y de las deudas financieras de corto y largo plazos en empresas mexicanas del sector enlace (telecomunicaciones)**



Fuente: Elaboración propia.

**Cuadro 7. Tasas de crecimiento de las deudas financieras de corto y largo plazos de empresas mexicanas y su correlación con la inversión**

Fecha	Extractiva		Transforma		Construye		Comercio		Enlace	
	Cp	Lp	Cp	Lp	Cp	Lp	Cp	Lp	Cp	Lp
1995	-48.20	-19.23	32.59	-13.99	-12.73	25.44	6.59503	-18.212	143.80	89.01
1996	-19.43	-27.53	-19.57	-2.09	-19.54	-7.68	-25.736	-3.116	-11.62	-22.72
1997	43.17	222.56	93.55	18.78	27.32	-2.17	112.889	50.1465	137.42	13.11
1998	35.67	97.67	148.41	9.79	123.63	3.54	0.47736	-7.4978	64.50	-27.48
1999	52.42	17.48	20.53	6.78	-23.53	-13.35	34.8323	-20.942	-56.01	18.76
2000	107.54	-46.53	109.53	-0.42	35.51	65.33	310.274	-1.4274	60.05	1.34
2001	60.65	-11.09	-6.85	-11.10	-22.98	9.40	-24.691	26.9325	-18.90	229.12
2002	-13.42	8.75	29.92	5.64	-16.63	-4.81	36.1778	-7.0332	5.10	10.06
2003	-44.75	6.17	273.79	40.74	4.52	2.16	-9.2409	-1.0547	-21.50	-16.12
2004	-25.40	-12.56	136.88	129.24	-15.32	19.76	-22.784	27.7402	-21.16	25.35
2005	1.18	45.42	-26.19	-16.73	-8.73	41.50	-38.306	33.3756	-15.57	-6.07
2006	30.59	5.53	0.12	7.90	199.67	305.50	257.757	-23.169	210.97	51.62
2007	8.50	100.85	156.28	107.99	59.94	187.59	44.436	-2.9937	-22.88	-16.22
2008	-63.41	-25.24	416.69	48.05	304.85	230.57	899.503	-10.669	273.13	87.07
2009	139.01	100.30	8.09	-7.01	-16.34	11.61	-32.885	-8.4869	2.69	34.64
2010	-27.43	-61.94	-16.99	-20.92	52.87	18.24	216.043	-8.0903	-24.21	14.98
Corr.*	0.0023	0.2348	0.4326	0.3207	0.0911	0.2446	-0.0319	0.0591	0.0575	-0.1514

Nota:\*El coeficiente de correlación se calculó a partir de las tasas de crecimiento anual de los datos trimestrales.

Fuente: Elaboración propia.

Al comparar los datos de crecimiento de la inversión productiva con la evolución de las obligaciones financieras, sólo se encontró escasa correlación entre ambas variables en las empresas de los sectores de la transformación y construcción (Véase Cuadro 7). Un rasgo característico en todas las empresas es el escaso dinamismo de la inversión en comparación con la deuda. En las gráficas 1 a 5 destacan también distintos patrones de la deuda, presumiblemente, en el caso de los sectores comercio y telecomunicaciones, este patrón está ligado a precisamente a los bienes y servicios que ofrecen y a las posibilidades de recuperación de los ingresos; en el sector comercio, la inclinación es hacia el endeudamiento de corto plazo, y en el sector de enlace (telecomunicaciones) se acentúa el endeudamiento de largo plazo.

Otro hecho que también debe destacarse es el crecimiento de las obligaciones financieras en todos los sectores, a partir del año 2005.

### c) Inversión y rentabilidad

De los sectores examinados destaca el sector de la construcción por sus mayores tasas de crecimiento de la inversión y rentabilidad sobre todo en el periodo 2002-2008; destacan también las empresas de la industria extractiva y de enlace, en las que se han

generado de forma constante tasas de rentabilidad superiores al 6% anual desde el 2004, y en contraste los sectores de la transformación y comercial, áreas que exhiben menor rentabilidad. En el Cuadro 7 se aprecia la vinculación entre la tasa de rentabilidad sobre activos y la tasa de crecimiento de la inversión, aunque de forma poco definida, la correlación positiva sólo se aprecia en las empresas de la construcción y del sector enlace.

**Cuadro 7. Rentabilidad sobre Activos y Tasa de crecimiento de la inversión en empresas mexicanas**

Fecha	Extractiva		Transforma		Construye		Comercio		Enlace	
	Inv.	ROA	Inv.	ROA	Inv.	ROA	Inv.	ROA	Inv.	ROA
1995	-33.60	0.11	-29.58	0.06	-12.84	0.03	-34.29	0.07	-36.25	0.03
1996	-7.78	0.09	-3.01	0.08	-1.35	0.05	-3.56	0.09	-13.69	0.04
1997	5.37	0.06	3.66	0.08	12.92	0.03	22.84	0.08	-7.71	-0.03
1998	7.39	0.03	4.79	0.05	14.66	0.05	4.17	0.05	16.32	0.00
1999	20.06	0.03	14.67	0.07	-3.10	0.05	3.57	0.07	-20.05	0.00
2000	-3.44	0.01	2.63	0.05	2.83	0.05	7.28	0.06	-4.10	0.01
2001	-4.18	-0.09	11.49	0.05	-3.17	0.02	4.74	0.05	-4.83	-0.03
2002	0.39	-0.02	-3.85	0.01	4.98	0.04	4.45	0.04	5.33	0.00
2003	-1.14	0.03	16.84	0.01	18.13	0.08	5.76	0.04	-5.12	0.08
2004	2.31	0.09	1.44	0.05	25.63	0.09	6.23	0.06	2.30	0.06
2005	-4.67	0.07	-0.50	0.05	20.86	0.07	0.92	0.06	19.90	0.06
2006	2.32	0.10	7.61	0.07	11.34	0.08	9.91	0.07	-2.91	0.06
2007	4.82	0.13	13.44	0.05	13.09	0.07	10.54	0.09	9.89	0.08
2008	13.94	0.12	11.51	-0.02	13.76	0.06	4.31	0.03	15.28	0.07
2009	5.89	0.05	-0.69	0.04	-1.67	0.04	-6.51	0.04	31.20	0.07
2010	-2.92	0.11	-3.60	0.05	-0.97	0.03	0.68	0.05	-23.38	0.07
Corr.*	-0.0243		-0.3989		0.2277		-0.0391		0.2074	

Nota:\*El coeficiente de correlación se calculó a partir de las tasas de crecimiento anual de los datos trimestrales.

Fuente: Elaboración propia.

Finalmente, es importante destacar también la contracción generalizada de la inversión en los años 2009 y 2010; solamente en los sectores de enlace y de la industria extractiva, la caída de la inversión se rezagó hasta el 2010. En términos del Resultado Bruto de Operación, la diferencia entre los ingresos y costos de producción, en todos los sectores se observaron crecimientos favorables entre los años 2002 y 2007, pero en el año 2009, únicamente en el sector enlace se conservó la evolución favorable (Véase Cuadro 8).

**Cuadro 8. Variación anual del Resultado Bruto de Operación  
(Ingresos menos costos de producción) en empresas mexicanas**

Fecha	Extractiva	Transforma	Construye	Comercio	Enlace
1996	-18.02	7.80	17.87	-4.93	-8.06
1997	-28.60	5.22	15.53	10.36	-5.56
1998	-4.30	5.98	25.36	8.90	-5.95
1999	-39.98	-5.02	-0.12	13.13	-31.66
2000	24.84	-11.00	-124.11	11.38	-264.66
2001	-36.09	-8.34	-10.77	4.37	-25.89
2002	15.89	4.23	77.45	2.44	121.68
2003	10.49	11.71	22.82	7.31	10.16
2004	224.73	29.19	19.45	9.00	17.96
2005	23.93	0.70	27.87	9.58	2.66
2006	30.86	28.46	19.36	0.77	3.32
2007	53.14	10.04	7.11	6.28	12.25
2008	59.01	-36.96	-7.86	3.49	4.60
2009	-28.65	-4.23	-2.19	-1.64	18.08
2010	95.31	9.87	-8.25	8.55	-1.35

Fuente: Elaboración propia.

## 5. Conclusiones

En esta investigación se examinaron datos precisos que reflejan la dinámica de las empresas mexicanas de elevada capitalización. El análisis de los datos se realizó con el objeto de obtener evidencia sobre la vinculación entre inversión, deuda y crecimiento, y contrastar esta situación con el escenario macroeconómico; éste muestra la tendencia al mayor endeudamiento tanto público como privado, la preferencia de los agentes hacia la inversión financiera en lugar de la inversión productiva, y la contracción del producto.

Teóricamente se distinguen dos enfoques que explican la decisión del endeudamiento en las empresas. En la versión Neoclásica, se asume que las empresas atienden criterios de costos cuando eligen entre las alternativas de financiamiento, deuda y capital accionario, en general la preferencia por la deuda se atribuye al ahorro de costos por gravámenes derivados de la deducción de intereses; la contracción de la inversión productiva sólo se asocia con la búsqueda de ganancias de corto plazo y la motivación por instrumentos de inversión líquidos; sin embargo, no se explican los nexos entre endeudamiento, inversión y producción.

En contraste, en el Postkeynesianismo, la estructura financiera de la empresa es determinante para las decisiones de inversión y producción, la tendencia al mayor endeudamiento revela un escenario crítico porque implica menores niveles consecuentes de inversión, producción y rentabilidad, que desembocan nuevamente en mayores compromisos financieros.

El análisis de los estados financieros de las empresas mexicanas representativas de los distintos sectores de actividad económica muestra, por un lado, la convergencia en el corto plazo de sus resultados con la dinámica económica internacional; en cuanto a la contracción de la inversión, el resultado bruto de operación y la rentabilidad, así como en la expansión de las deudas. La investigación también permitió identificar rasgos precisos y distintivos de algunos sectores: la preferencia hacia el endeudamiento de corto plazo de quienes constituyen los sectores de la transformación y el comercio, y la orientación hacia el endeudamiento de largo plazo del sector enlace (telecomunicaciones); la preferencia hacia el capital accionario como forma de financiamiento en la industria extractiva; la vinculación positiva entre endeudamiento e inversión sólo en los sectores de la transformación y construcción; y la existencia de asociación positiva entre inversión y rentabilidad sólo en los sectores construcción y enlace.

Aunque estos resultados no son concluyentes respecto a la asociación entre inversión, endeudamiento y producción – crecimiento en los sectores industrial y comercial en México, sí sugieren la convergencia hacia la tesis Postkeynesiana y muestran la necesidad de políticas que permitan contrarrestar el creciente endeudamiento e incentivar la inversión productiva.

## Bibliografía

- Auerbach, A. y K. Hassett (2003), “On the Marginal Source of Investment Funds”, *Journal of Public Economics*, Vol. 87, No. 1, pp. 205-232.
- Bordo, M. D., C. M. Meisner y D. Stuckler (2009), “Foreign Currency Debt, Financial Crisis and Economic Growth: A Long Run View”, documento de trabajo, No. 15534, National Bureau of Economic Research.
- Collins, J. H. y D. Kemsley (2000), “Capital Gains and Dividend Taxes in Firm Valuation: Evidence of Triple Taxation”, *The Accounting Review*, Vol. 75, No. 4, pp. 405-427.
- Gordon, R. H. y Y. Lee (2001), “Do Taxes Affect Corporate debt Policy? Evidence from U.S. Corporate Tax Return Data”, *Journal of Public Economics*, Vol. 82, No. 2, pp. 195-224.
- Gupta, S. y K. Newberry (1997), “Determinants of the Variability in Corporate Effective Tax Rates: Evidence from Longitudinal Data”, *Journal of Accounting and Public Policy*, No. 16, pp. 1-34.
- Hanlon, M. y S. Heitzman (2010), “A Review of Tax Research”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 50, No. 2-3, pp. 127-178.
- Isenberg, D. (1989), “Financial Instability: A Recession Simulation on the U. S. Corporate Structure”, documento de trabajo, No. 24, Levy Economic Institute, Estados Unidos.
- Kalecki, M. (1937), “The Principle of Increasing Risk”, *Economica*, Vol. 4, No. 16, pp. 440-446.
- Kalecki, M. (1954), *Theory of Economic Dynamics: An Essay on Cyclical and Long – Run Changes in Capitalist Economy*, George Allen and Unwin, Londres.
- Kinsella, S. y Khalil, S. (2011), “Debt Deflation Traps Within Small Open Economies: A Stock

- Flow Consistent Perspective”, en Papadimitriou, Dimitri y Gennaro Zezza (eds.), *Contributions in Stock – Flow Modeling: Essays in Honour of Wyne Godley*, Palgrave MacMillan.
- Minsky, H. P. (1977), “The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and an Alternative to Standard Theory”, *Nebraska Journal of Economics and Business*, Vol. 16, No.1, pp. 5-16.
- Minsky, H. P. (1984), *Can “It” Happen Again?*, M. E. Sharpe Inc., Estados Unidos.
- Minsky, H. P. (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University, Estados Unidos.
- Modigliani, F. y M. H. Miller (1958), “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment”, *The American Economic Review*, Vol. 48, No. 3, pp. 261-297.
- Modigliani, F. y M. H. Miller (1959), “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment: Reply”, *The American Economic Review*, Vol. 49, No. 4, pp. 665-669.
- Modigliani, F. y M. H. Miller (1963), “Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction”, *The American Economic Review*, Vol. 53, No. 3, pp. 433-443.
- Nersisyan, Y. y Wray, L. R. (2010), “Does Excessive Sovereign Debt Really Hurt Growth? A Critique of This Time is Different by Reinhart and Rogoff”, documento de trabajo núm. 603, Levy Economics Institute, Estados Unidos.
- Poterba, J. (2004), “Taxation and Corporate Payout Policy”, *The American Economic Review*, Vol. 94, No. 2, pp. 171-175.
- Poterba, J. y L. Summers (1985), “The Economic Effects of Dividend Taxation” en E. Altman y M. Subrahmanyam (eds.), *Recent Advances in Corporate Finance*, Dow Jones – Irwin Publishing, Estados Unidos, pp. 227-284.
- Ross, S. A., R. W. Westerfield y J. F. Jaffe (2009), *Finanzas corporativas*, 8a. edición, Mc Graw Hill, México.
- Shackelford, D. A y T. Shevlin (2001), “Empirical Tax Research in Accounting”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, No. 1-3, pp. 321-387.
- Steindl, J. (1981), “Some Comments on the Three Versions of Kalecki’s Theory of the Business Cycle”, en Assorodobraj – Kula, N. *et al* (eds.), *Studies in Economic Theory and Practice: Essays in Honour of Edward Lipinski*, North Holland Publishing Company, pp. 125-133.
- Toporowski, J. (2005), *Theories of Financial Disturbance*, Edward Elgar, Estados Unidos.
- Woon-Nam, C. y D. M. Radulescu (2005), “The Role of Tax Depreciation for Investment Decisions: A Comparison of European Transition Countries”, *Eastern European Economics*, Vol. 43, No. 5, pp. 5-24.

## ANEXO

Las empresas registradas en la BMV que integran cada índice o grupo de la muestra utilizada son las siguientes (cada grupo se constituye por las series accionarias con mayor representatividad y liquidez).

### 1. Índice Extractiva RT (4 emisoras):

AUTLAN (Compañía Minera Autlan, S. A. B. de C. V.), GMEXICO (Grupo México, S. A.

B. de C. V.), MFRISCO (Minera Frisco, S. A. B. de C. V.), PEÑOLES (Industrias Peñoles, S. A. B. de C. V.).

**2. Índice Transforma RT (14 emisoras):**

AC (ARCA Continental, S. A. B. de C. V.), ALFA (ALFA, S. A. B. de C. V.), BIMBO (Grupo BIMBO, S. A. B. de C. V.), FEMSA (Fomento Económico Mexicano, S. A. B. de C. V.), GMODELO (Grupo Modelo, S. A. B. de C. V.), GRUMA (GRUMA, S. A. B. de C. V.), ICH (Industrias CH, S. A. B. de C. V.), KIMBER (Kimberly - Clark de México, S. A. B. de C. V.), KOF (Coca-Cola Femsa, S. A. B. de C. V.), MEXCHEM (Mexichem, S. A. B. de C. V.), PAPPEN, POCHTEC, SIMEC (Grupo Simec, S. A. B. de C. V.), VITRO (Vitro, S. A. B. de C. V.).

**3. Índice Construye RT (12 emisoras):**

ARA (Consortio Ara, S. A. B. de C. V.), CEMEX (CEMEX, S. A. B. de C. V.), CICSA (Carso Infraestructura y Construcción, S. A. B. de C. V.), CMOCTEZ (Corporación Mochtezuma, S. A. B. de C. V.), GCC (Grupo Cementos de Chihuahua, S. A. B. de C. V.), GEO (Corporación GEO, S. A. B. de C. V.), HOMEX (Desarrolladora HOMEX, S. A. B. de C. V.), ICA (Empresas ICA, S. A. B. de C. V.), IDEAL (Impulsora del Desarrollo y el Empleo en América Latina, S. A. B. de C. V.), PINFRA (Promotora y Operadora de Infraestructura, S. A. B. de C. V.), SARE (SARE Holding, S. A. B. de C. V.), URBI (URBI Desarrollos Urbanos, S. A. B. de C. V.).

**4. Índice Comercio RT (10 emisoras):**

COMERCI (Controladora Comercial Mexicana, S. A. B. de C. V.), ELEKTRA (Grupo Elektra, S. A. de C. V.), GCARSO (Grupo CARSO, S. A. B. de C. V.), GFAMSA (Grupo Famsa, S. A. B. de C. V.), GIGANTE (Grupo Gigante, S. A. B. de C. V.), LAB (Genoma LAB Internacional, S. A. B. de C. V.), LIVEPOL (El Puerto de Liverpool, S. A. B. de C. V.), SORIANA (Organización SORIANA, S. A. B. de C. V.), SPORT (Grupo Sports World, S. A. B. de C. V.), WALMEX (Wal - Mart de México, S. A. B. de C. V.).

**5. Índice Enlace RT (11 emisoras):**

AMX (América Móvil, S. A. B. de C. V.), ASUR (Grupo Aeroportuario del Sureste, S. A. B. de C. V.), AXTEL (Axtel, S. A. B. de C. V.), CICSA (Carso Infraestructura y Construcción, S. A. B. de C. V.), GAP (Grupo Aeroportuario del Pacífico, S. A. B. de C. V.), ICA (Empresas ICA, S. A. B. de C. V.), IDEAL (Impulsora del Desarrollo y el Empleo en América Latina, S. A. B. de C. V.), MAXCOM (MAXCOM Telecomunicaciones, S. A. B. de C. V.), OMA (Grupo Aeroportuario del Centro Norte, S. A. B. de C. V.), PINFRA (Promotora y Operadora de Infraestructura, S. A. B. de C. V.), TELMEX (Teléfonos de México, S. A. B. de C. V.).