

Capítulo 2

El ambiente de los mercados financieros

Principios de administración financiera

DECIMOSEGUNDA
EDICIÓN

Lawrence J. Gitman
Chad J. Zutter



ALWAYS LEARNING

PEARSON

Objetivos de aprendizaje

- OA1 Entender el papel que desempeñan las instituciones financieras en la administración financiera.
- OA2 Comparar las funciones de las instituciones y los mercados financieros.
- OA3 Describir las diferencias entre los mercados de capitales y los mercados de dinero.

Objetivos de aprendizaje (cont.)

- OA4 Explicar las causas fundamentales de la crisis y la recesión financieras de 2008.
- OA5 Entender las principales regulaciones y conocer los organismos reguladores de las instituciones y los mercados financieros.
- OA6 Analizar los impuestos empresariales y su importancia en las decisiones financieras.

Instituciones y mercados financieros

Las empresas que tienen necesidades de fondos a partir de fuentes externas los pueden obtener de tres maneras:

1. a través de una institución financiera
2. a través de los mercados financieros
3. a través de la colocación privada

Instituciones y mercados financieros:

Instituciones financieras

- Las instituciones financieras sirven como **intermediarios** para canalizar los ahorros de los individuos, las empresas y los gobiernos hacia préstamos o inversiones.
- Los proveedores y solicitantes clave de fondos de las instituciones financieras son los individuos, las empresas y los gobiernos.
- En general, los individuos son proveedores netos de fondos, en tanto que las empresas y los gobiernos son solicitantes netos de fondos.

Bancos comerciales, bancos de inversión y el sistema bancario paralelo

- Los **bancos comerciales** son instituciones que ofrecen a los ahorradores un lugar seguro para invertir su dinero y otorgan préstamos tanto a los individuos como a las compañías.
- Los **bancos de inversión** son instituciones que ayudan a las compañías a recaudar capital, asesoran a las empresas en operaciones mayores como fusiones o reestructuraciones financieras, y participan en actividades de negociación y creación de mercado.

Bancos comerciales, bancos de inversión y el sistema bancario paralelo (cont.)

- La **Ley Glass-Steagall** fue una ley aprobada por el Congreso estadounidense en 1933, que creó el programa federal de seguro de los depósitos y separó las actividades de bancos comerciales y de inversión.
 - Se revocó a finales de la década de 1990.
- El **sistema bancario paralelo** incluye un conjunto de instituciones dedicadas a las actividades de préstamo, que funcionan de manera muy similar a los bancos tradicionales, pero que no aceptan depósitos y, por lo tanto, no están sujetas a las mismas regulaciones que los bancos tradicionales.

Los hechos hablan

Consolidación de la industria bancaria en Estados Unidos:

- La industria bancaria de Estados Unidos ha tenido un largo periodo de consolidación.
- De acuerdo con la FDIC, el número de bancos comerciales en ese país disminuyó de 11,463 en 1992 a 8,012 al final de 2009: una reducción del 30%.
- La disminución se concentró entre los bancos pequeños, los cuales fueron adquiridos rápidamente por instituciones más grandes.

Instituciones y mercados financieros:

Mercados financieros

- Los **mercados financieros** son foros en los que proveedores y solicitantes de fondos realizan transacciones de manera directa.
- Las transacciones en instrumentos de deuda a corto plazo, o valores negociables, se llevan a cabo en el mercado de dinero, mientras que los valores a largo plazo se negocian en el mercado de capitales.
- La **colocación privada** implica la venta directa de la emisión de un nuevo valor a un inversionista o grupo de inversionistas.
- La mayoría de las empresas recaudan dinero a través de una **oferta pública** de valores, que es la venta de bonos o acciones al público en general.

Instituciones y mercados financieros:

Mercados financieros (cont.)

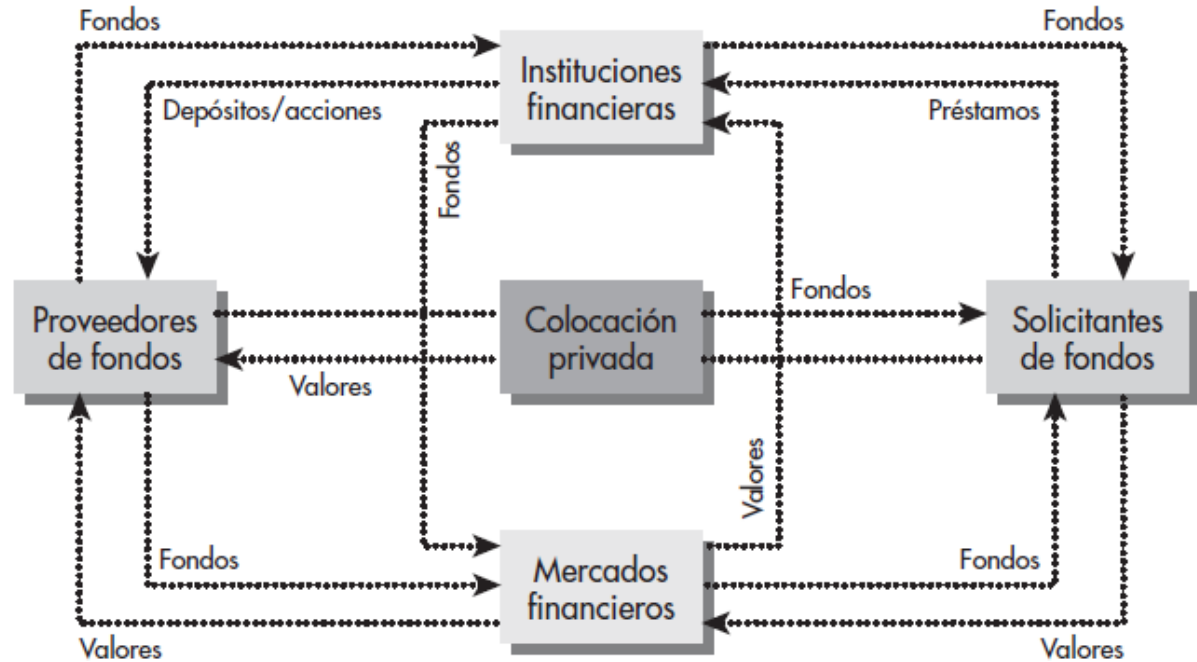
- El **mercado primario** es el mercado financiero en el que los valores se emiten por primera vez; es el único mercado donde el emisor participa directamente en la transacción.
- Los **mercados secundarios** son mercados financieros en los que se negocian valores que ya están en circulación (aquellos que no son nuevas emisiones).

Figura 2.1

Flujo de fondos

FIGURA 2.1

Flujo de fondos
Flujo de fondos entre
instituciones y mercados
financieros



Mercado de dinero

- El **mercado de dinero** se genera por la relación financiera entre los proveedores y los solicitantes de fondos a corto plazo.
- La mayoría de las transacciones del mercado de dinero se realizan en **valores negociables**, es decir, instrumentos de deuda a corto plazo, como letras del Departamento del Tesoro de Estados Unidos, papel comercial y certificados de depósito negociables que expiden gobiernos, empresas e instituciones financieras, respectivamente.
- Los inversionistas, por lo general, consideran que los valores negociables se encuentran entre las inversiones de menor riesgo.

Mercado de dinero (cont.)

- El equivalente internacional del mercado estadounidense de dinero se llama **mercado de eurodivisas**.
- El mercado de eurodivisas es un mercado de depósitos bancarios de corto plazo denominado en dólares estadounidenses u otras divisas importantes.
- El mercado de eurodivisas ha crecido rápidamente sobre todo porque no está regulado y porque cubre las necesidades tanto de prestatarios como de prestamistas internacionales.

Mercado de capitales

- El **mercado de capitales** es un mercado que permite a los proveedores y solicitantes de fondos a largo plazo realizar transacciones.
- Los valores clave del mercado de capitales son los bonos (deuda a largo plazo) y las acciones comunes y preferentes (patrimonio o propiedad).
 - Los **bonos** son instrumentos de deuda a largo plazo que usan las empresas y los gobiernos para recaudar grandes sumas de dinero, por lo general de un grupo diverso de prestamistas.
 - Las **acciones comunes** son unidades de propiedad, o patrimonio, de una corporación.
 - Las **acciones preferentes** son una forma especial de participación que tiene características tanto de bonos como de acciones comunes.

Mercado de capitales

Lakeview Industries, un importante fabricante de microprocesadores, emitió un bono a 20 años, con una tasa de interés cupón del 9%, y un valor nominal de \$1,000 que paga intereses semestrales.

- Los inversionistas que compran este bono adquieren el derecho contractual de obtener \$90 de interés anual (9% de tasa de interés cupón \times \$1,000 del valor a la par), distribuidos en \$45 al final de cada semestre ($1/2 \times \$90$), durante 20 años.
- Los inversionistas también tienen derecho a los \$1,000 de valor a la par al final del vigésimo año.

Enfoque en la práctica

Berkshire Hathaway: ¿Buffett es sustituible?

- Desde principios de la década de 1980, el precio de las acciones comunes clase A de Berkshire Hathaway subió de \$285 a \$114,000 por acción.
- La compañía es dirigida por su presidente, Warren Buffett (80), y su vicepresidente, Charlie Munger (86).
- El precio de las acciones de BRKA nunca se ha dividido para hacer que las acciones sean más accesibles a los inversionistas promedio. ¿Por qué se negará la empresa a dividir sus acciones?

Mercados de corretaje y mercados de consignación

Los **mercados de corretaje** son intercambios de valores en los cuales las dos partes de la operación, el comprador y el vendedor, se reúnen para negociar.

- En los mercados de corretaje, todas las negociaciones tienen lugar en pisos de remate centralizados.
- Algunos ejemplos son: NYSE Euronext y American Stock Exchange

Mercados de corretaje y mercados de consignación (cont.)

Los **mercados de consignación** son mercados en los cuales el comprador y el vendedor no negocian entre sí directamente, sino que sus órdenes de compra son ejecutadas por consignatarios de valores que “generan mercado” para los valores de que se trate.

- El *mercado de consignación* no tiene pisos de remates centralizados. En vez de ello, existe un gran número de *creadores de mercado* vinculados por medio de una red masiva de telecomunicaciones.
- El mercado Nasdaq es un ejemplo.

En compensación por ejecutar las órdenes, los creadores de mercado obtienen sus ganancias de la diferencia entre el precio de la licitación y el precio de venta.

Los hechos hablan

NYSE Euronext es la casa de bolsa más grande del mundo.

De acuerdo con la Federación Mundial de Casas de Bolsa, el mercado de acciones más grande del mundo, medido en términos del valor total del mercado de valores inscritos, es la NYSE Euronext.

- NYSE Euronext cuenta con valores inscritos por más de \$11.8 billones en Estados Unidos y \$2.9 billones en Europa.
- La siguiente bolsa más grande es la de Londres, conocida como London Stock Exchange, con un monto de valores de £1.7 billones, que equivalen a \$2.8 billones de acuerdo con el tipo de cambio vigente al final de 2009 entre la libra y el dólar estadounidense.

Mercados internacionales de capitales

- En el **mercado de eurobonos**, las corporaciones y los gobiernos emiten bonos generalmente denominados en dólares y los venden a inversionistas ubicados fuera de Estados Unidos.
- El **mercado de bonos extranjeros** es un mercado de bonos emitidos por una corporación o un gobierno extranjeros, que están denominados en la moneda del país del inversionista y que se venden en el mercado nacional de este.
- El **mercado internacional de acciones** permite a las corporaciones vender bloques de acciones a inversionistas de diferentes países al mismo tiempo.

El papel del mercado de capitales

- Desde la perspectiva de una empresa, el papel del mercado de capitales es convertirse en un mercado líquido donde las empresas puedan interactuar con los inversionistas para obtener valiosos recursos de financiamiento externo.
- Desde la perspectiva de los inversionistas, el papel del mercado de capitales es convertirse en un mercado eficiente que asigne fondos a las opciones más productivas.
- Un **mercado eficiente** asigna fondos a sus usos más productivos como resultado de la competencia entre inversionistas que incrementan al máximo la riqueza; la competencia determina los precios considerados como los más cercanos a su valor verdadero.

Para profundizar

El papel del mercado de capitales (cont.)

- Los defensores de las finanzas conductuales (o finanzas del comportamiento), un campo nuevo que combina ideas de finanzas y psicología, sostienen que los precios de las acciones y de otros valores se pueden desviar de sus valores verdaderos por largos periodos.
- Afirman que los precios de las acciones algunas veces son medidas muy imprecisas del valor; para demostrarlo, recuerdan episodios como el notable aumento y consiguiente colapso de los precios de las acciones de las empresas basadas en Internet, conocidas como “punto-com”, a finales de la década de 1990, y la falla de los mercados para evaluar con exactitud el riesgo de valores respaldados por hipotecas en la crisis financiera más reciente.

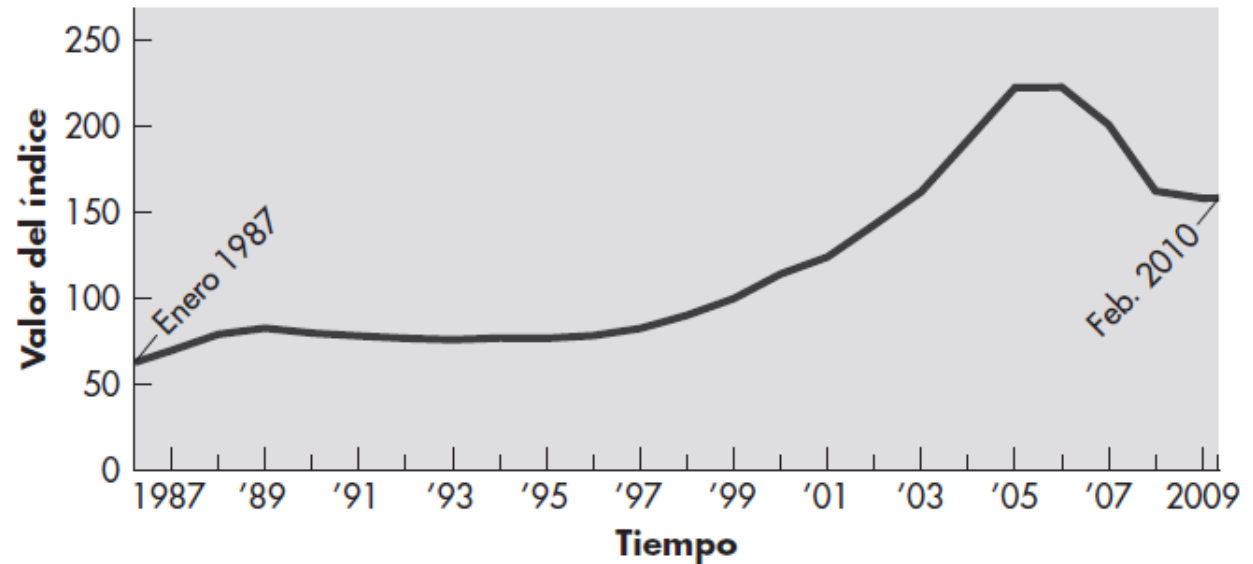
La crisis financiera: Instituciones financieras y finanzas inmobiliarias

- La **bursatilización** es el proceso de agrupar hipotecas u otros tipos de préstamos y luego vender las concesiones o los valores garantizando ese conjunto de préstamos en un mercado secundario.
- Los **valores respaldados con hipotecas** representan concesiones sobre flujos de efectivo generados por un conjunto de hipotecas que pueden ser adquiridos por inversionistas individuales, fondos de pensiones, fondos de inversión o cualquier otro inversionista.
- El principal riesgo asociado con los valores respaldados por hipotecas es que los dueños de los inmuebles no puedan o no quieran pagar sus préstamos.

La crisis financiera: Caída de los precios de los inmuebles y morosidad en el pago de hipotecas (Figura 2.2)

FIGURA 2.2

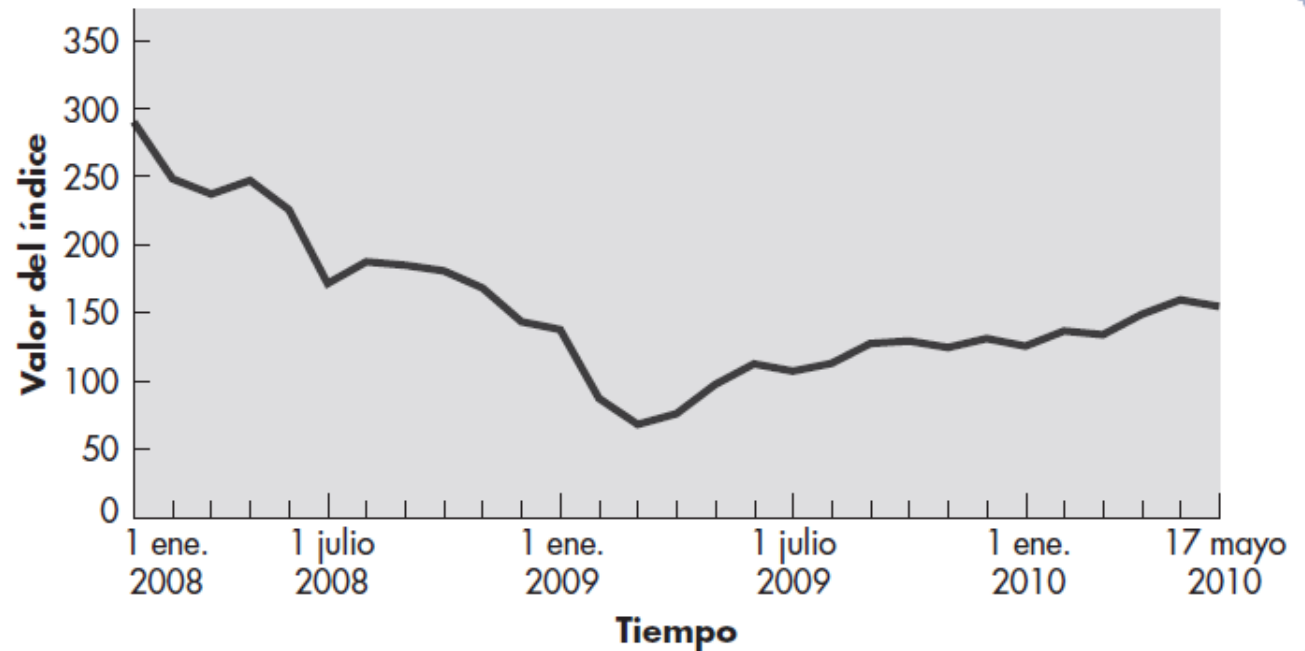
Valores de casas habitación
Índice Case-Shiller
de Standard & Poor's de
precios de casas, de enero
de 1987 a febrero de
2010



La crisis financiera: Crisis de confianza en los bancos (Figura 2.3)

FIGURA 2.3

Valores de acciones bancarias
Índice bancario de Standard & Poor's, 1 de enero de 2008 a 17 de mayo de 2010



La crisis financiera: La Gran Recesión y sus efectos secundarios

- Cuando los bancos estuvieron sometidos a intensa presión financiera en 2008, comenzaron a ajustar sus normas de otorgamiento de crédito y redujeron drásticamente la cantidad de préstamos que concedían.
- Las corporaciones descubrieron que ya no podían recaudar dinero en este mercado, o que lo podían hacer solo a tasas extraordinariamente altas.
- Como consecuencia, las empresas empezaron a acumular efectivo y a reducir gastos, y la actividad económica se contrajo.

Regulación de instituciones y mercados

financieros:

Normas que rigen las instituciones financieras

- La Ley Glass-Steagall (1933) creó la Corporación Federal de Seguro de Depósitos (Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC), la cual da seguridad a los depósitos bancarios y supervisa a los bancos para garantizar que sean “seguros y sólidos”.
- La Ley Glass-Steagall también prohibió que las instituciones aceptaran depósitos con la finalidad de usarlos en actividades de valores para financiamiento y negociación. De esta manera, se logró la separación efectiva entre la banca comercial y la de inversión.

Regulación de instituciones y mercados

financieros:

Normas que rigen las instituciones financieras

- La **Ley Gramm-Leach-Bliley (1999)** permite a los bancos comerciales, bancos de inversión y compañías de seguros fusionarse y competir en un rango más amplio de actividades.
- Algunos líderes argumentan que el Congreso debe restablecer la Ley Glass-Steagall, la cual ordenaría la disolución de los grandes conglomerados financieros.
- Otros son partidarios de la implementación de nuevas regulaciones, particularmente para las grandes instituciones financieras que recibieron la mayor parte de la ayuda por parte del gobierno durante la crisis financiera.

Regulación de instituciones y mercados

financieros:

Normas que rigen las instituciones financieras

- La **Ley de Valores de 1933** regula la venta de valores al público por medio del mercado primario.
 - La ley se diseñó para garantizar que los vendedores de valores nuevos brindaran amplia información a los compradores potenciales de los valores.
- La **Ley del Mercado de Valores de 1934** regula la negociación secundaria de valores como acciones y bonos.
 - Creó la **Comisión de Valores y Bolsa**, la cual es la principal agencia responsable de hacer cumplir las leyes federales estadounidenses sobre valores.
 - Exige la apertura continua de las compañías cuyos valores se negocian en mercados secundarios (por ejemplo, 10-Q, 10-K).
 - Impone límites a las negociaciones de valores de una empresa que puede realizar el personal.

Impuestos empresariales

- Tanto las empresas como los individuos deben pagar impuestos sobre la renta.
- El ingreso de las propiedades unipersonales y de las sociedades se grava como el ingreso de propietarios individuales; el ingreso corporativo está sujeto a impuestos corporativos.
- Tanto los individuos como las empresas pueden tener dos tipos de ingresos: ordinarios y ganancias de capital.
- De acuerdo con la legislación vigente, la tributación del ingreso ordinario y de las ganancias de capital cambia con frecuencia debido a las continuas enmiendas a las leyes fiscales.

Tabla 2.1 Programa de tasas impositivas corporativas

TABLA 2.1 Programa de tasas impositivas corporativas

Intervalo de ingreso gravable	Cálculo fiscal		
	Impuesto base + (Tasa marginal × monto por arriba del ingreso base)		
\$ 0 a \$ 50,000	\$ 0	+ (15% ×	monto por arriba de \$ 0)
50,000 a 75,000	7,500	+ (25 ×	monto por arriba de 50,000)
75,000 a 100,000	13,750	+ (34 ×	monto por arriba de 75,000)
100,000 a 335,000	22,250	+ (39 ×	monto por arriba de 100,000)
335,000 a 10,000,000	113,900	+ (34 ×	monto por arriba de 335,000)
10,000,000 a 15,000,000	3,400,000	+ (35 ×	monto por arriba de 10,000,000)
15,000,000 a 18,333,333	5,150,000	+ (38 ×	monto por arriba de 15,000,000)
Más de 18,333,333	6,416,667	+ (35 ×	monto por arriba de 18,333,333)

Impuestos empresariales: Ingreso ordinario

El ingreso ordinario de una corporación es el ingreso obtenido a través de la venta de bienes o servicios, y se grava aplicando las tasas presentadas en la tabla 2.1.

Ejemplo

Weber Manufacturing Inc. registró utilidades antes de impuestos por \$250,000.

$$\begin{aligned}\text{Total de impuestos adeudados} &= \$22,250 + [0.39 \times (\$250,000 - \$100,000)] \\ &= \$22,250 + (0.39 \times \$150,000) \\ &= \$22,250 + \$58,500 = \underline{\underline{\$80,750}}\end{aligned}$$

Impuestos empresariales: Tasa impositiva promedio y tasa impositiva marginal

- La **tasa impositiva marginal** representa la tasa a la que se grava el ingreso adicional por arriba del nivel de ingreso base.
- La **tasa impositiva promedio** se calcula dividiendo los impuestos de la empresa entre su ingreso gravable.

Ejemplo

¿Cuáles son la tasa impositiva marginal y la tasa impositiva promedio de Webster Manufacturing?

Tasa impositiva marginal = 39%

Tasa impositiva promedio = $\$80,750 / \$250,000 = 32.3\%$

Impuestos empresariales: Ingreso por intereses y dividendos

- Solo en el caso de las corporaciones, se aplica el 70% de exención si la empresa que recibe dividendos posee menos del 20% de las acciones de la empresa que paga los dividendos.
- Este tratamiento modera el efecto del **doble gravamen**, que ocurre cuando las ganancias de una corporación, ya gravadas una vez, se distribuyen como dividendos entre los accionistas, quienes deben pagar una tasa impositiva sobre dichos dividendos.
- A diferencia del ingreso por dividendos, el ingreso por intereses se grava en su totalidad.

Impuestos empresariales:

Gastos deducibles de impuestos

- Al calcular sus impuestos, las corporaciones tienen permitido deducir gastos operativos y gastos en intereses, pero no los dividendos pagados.
- Esto genera una ventaja implícita al utilizar el financiamiento de deudas, como ilustra el siguiente ejemplo.

Ejemplo

Dos empresas, Debt Co. y No-Debt Co., esperan obtener el próximo año, cada una, utilidades antes de intereses e impuestos por \$200,000. Durante el año, Debt Co. tendrá que pagar \$30,000 de interés. No-Debt Co. no tiene deudas y, por lo tanto, no tendrá gastos en intereses.

Impuestos empresariales: Gastos deducibles de impuestos (cont.)

	Debt Co.	No-Debt Co.
Utilidades antes de intereses e impuestos	\$200,000	\$200,000
Menos: Gastos en intereses	<u>30,000</u>	<u>0</u>
Utilidades antes de impuestos	\$170,000	\$200,000
Menos: Impuestos (40%)	<u>68,000</u>	<u>80,000</u>
Utilidades después de impuestos	<u>\$102,000</u>	<u>\$120,000</u>
Diferencia de las utilidades después de impuestos	<u>\$18,000</u>	

Impuestos empresariales:

Gastos deducibles de impuestos (cont.)

- Como se muestra en el ejemplo, utilizar el financiamiento de deudas puede incrementar el flujo de efectivo y las ganancias por acción, a la vez que reduce los impuestos pagados.
- La deducción fiscal de intereses y ciertos gastos reduce el costo real (después de impuestos) en una empresa rentable.
- La imposibilidad de deducir los dividendos pagados da como resultado el doble gravamen en la forma corporativa de organización.

Impuestos empresariales:

Ganancias de capital

- **Ganancia de capital** es el monto por el que el precio de venta de un activo excede al precio de compra.
- Para las corporaciones, las ganancias de capital se suman al ingreso corporativo ordinario y se gravan a las tasas corporativas marginales.

Ejemplo

Ross Company acaba de vender un activo en \$150,000, que había adquirido hace dos años en \$125,000. Puesto que el activo se vendió en un monto mayor que su precio inicial de compra, existe una ganancia de capital de \$25,000 ($\$150,000 - \$125,000$).

Revisión de los objetivos de aprendizaje

- OA1 Entender el papel que desempeñan las instituciones en la administración financiera.
- Las instituciones financieras reúnen a los proveedores de fondos con los solicitantes para canalizar los ahorros de los individuos, las empresas y los gobiernos hacia préstamos y otros tipos de inversiones.
- OA2 Comparar las funciones de las instituciones y los mercados financieros.
- Las instituciones financieras recaudan los ahorros de los individuos y los canalizan a los prestatarios, como empresas y gobiernos. Los mercados financieros constituyen un foro en el que los ahorradores y los prestatarios pueden negociar de forma directa.

Revisión de los objetivos de aprendizaje (cont.)

- OA3 Describir las diferencias entre los mercados de capitales y los mercados de dinero.
- En el mercado de dinero, los ahorradores que desean depositar fondos temporalmente donde puedan obtener una ganancia interactúan con los prestatarios que tienen necesidad de fondos a corto plazo. En contraste, el mercado de capitales es el foro donde los ahorradores y los prestatarios interactúan sobre una base de largo plazo.
- OA4 Explicar las causas fundamentales de la crisis y la recesión financieras de 2008.
- Las instituciones financieras relajaron sus normas de otorgamiento de préstamos a los compradores de bienes inmuebles, y también hicieron inversiones fuertes en valores respaldados por hipotecas. Cuando los precios de las casas cayeron y hubo morosidad en el pago de las hipotecas, los valores respaldados por hipotecas en poder de los bancos se desplomaron, causando la quiebra de algunos de ellos, en tanto que muchos otros restringieron el flujo del crédito a las empresas.

Revisión de los objetivos de aprendizaje (cont.)

OA5 Entender las principales regulaciones y conocer organismos reguladores de las instituciones y los mercados financieros.

- La Ley Glass-Steagall creó la FDIC e instauró una separación entre los bancos comerciales y los de inversión. La ley se decretó para limitar los riesgos que los bancos podían correr y para proteger a los depositantes. Más recientemente, la Ley Gramm-Leach-Bliley, en esencia, revocó los elementos de la Ley Glass-Steagall relacionados con la separación de bancos comerciales y de inversión. Después de la crisis financiera reciente, se ha debatido mucho el tema de una regulación adecuada para instituciones financieras grandes.
- La Ley de Valores de 1933 se enfoca en la regulación de la venta de valores en el mercado primario, mientras que la ley de 1934 incluye regulaciones que se aplican a transacciones en el mercado secundario. La ley de 1934 también dio lugar a la creación de la Comisión de Valores y Bolsa, el principal organismo responsable de hacer cumplir las leyes federales sobre valores.

Revisión de los objetivos de aprendizaje (cont.)

OA6 Analizar los impuestos empresariales y su importancia en las decisiones financieras.

- Los ingresos corporativos están sujetos a los impuestos corporativos. Las tasas impositivas corporativas se aplican tanto a ingresos ordinarios (después de la deducción de gastos permitidos) como a ganancias de capital. El intervalo de la tasa impositiva promedio que paga una corporación va del 15 al 35%. Las corporaciones pueden reducir sus impuestos aplicando ciertas disposiciones previstas en el código fiscal: exenciones en ingresos por dividendos y deducción de gastos. Una ganancia de capital ocurre cuando un activo se vende por un monto mayor que su precio inicial de compra; las ganancias se suman a los ingresos corporativos ordinarios y se gravan con las tasas impositivas corporativas regulares.