

Facultad de Comercio y Administración-
Tampico, UAT, Tamaulipas, México.
Facultad de Economía, Universidad de
Valencia, España.

FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS EN MÉXICO: ANÁLISIS ECONÓMICO- FINANCIERO Y FISCAL

Investigación de Excelencia
Premio Universitario 2008

Dra. Nazlhe Faride Cheín Schekaibán*;
Dr. Gregorio Labatut-Serer, y Dr. José Antonio Aparisi-Caudelli.
*Autor responsable: nchein@uat.edu.mx

RESUMEN

El presente estudio tiene como objeto conocer si las Fusiones y Adquisiciones (F&A) de las Sociedades Anónimas mexicanas que cotizan en bolsa, han alcanzado las sinergias económicas, financieras y fiscales que se persiguen mediante estos procesos. De este modo, a partir de la base de datos *Thomson ONE Banker*, por medio de un estudio longitudinal que abarca desde el año 1987 a 2005, se han analizado los datos de las empresas cinco años antes y cinco años después del proceso de F&A, para así conocer si ha habido un cambio significativo. Los resultados demuestran, que aún cuando en este caso no se encuentran diferencias significativas, se puede observar una tendencia estable, reorganización y, en el largo plazo, aprovechamiento de las sinergias en cuanto al logro, en cierto grado, de economías de escala y de alcance.

INTRODUCCIÓN

Actualmente, las F&A son una forma de crecimiento y reorganización que trata a nivel internacional lograr la eficiencia y competencia que un entorno global demanda, y al mismo tiempo, obtener cambios en la estructura de la organización.

Para reflejar tales aspectos se deben de considerar los cambios en la normativa internacional, que surge a partir de la armonización contable promovida por los organismos internacionales, *International*

Accounting Standard Comitee (IASC) actualmente denominada: *International Accounting Standard Board* (IASB), y la necesidad de establecer las bases para la presentación de estados financieros que respondan al principio contable de imagen fiel, además de facilitar la comparabilidad (Horno, 2004; Rossi y Volpin, 2004; Giner, 2003; IASC, 2003; García y Zorio, 2002; Giner et al., 1999; García, 1997).

Actualmente se ve la tendencia a homologar con la normativa contable internacional, la normativa fiscal interna, tratando de disminuir en cierto grado las discrepancias que surgen entre estas dos normativas (IASC, 2003; Fernández, 2001; Martínez y Fernández, 2000; Llombart y Labatut, 1996).

Además de esto, desde el ámbito contable se han generado estudios sobre la sinergia que provocan las F&A. El crecimiento que proviene de dicho proceso, resulta de una mayor rentabilidad económico-financiera. Estos beneficios incrementan el interés de los accionistas por acceder a economías de escala a corto plazo, con seguridad y menor inversión (Lambrecht, 2004; Billet et al., 2004; Rossi y Volpin, 2004; Shleifer y Vishny, 2004; Chen, 2001; Fuentes y Lozano, 2003; Serra et al., 2001).

Por otra parte, existen estudios sobre la presión fiscal que soportan las empresas, en los cuales se ha empleado el ratio conocido como Tipo Impositivo Efectivo Medio (TIE) (Simmons, 2006; Labatut y Molina, 2004; Krupsky, 2004; Bauman y

Schadewald, 2001; Jacobs y Spengel, 2000; Gupta y Newbery, 1992), que es el que mayormente se ha utilizado en este sentido para estudiar los efectos impositivos, obteniendo resultados satisfactorios.

OBJETIVO

El presente estudio tiene como objeto conocer los efectos económicos, financieros y fiscales derivados de los procesos de F&A de las sociedades anónimas efectuados en México a partir de la base de datos *Thomson ONE Banker* y evaluar si ha habido un cambio significativo. Para tal efecto se han tomado como datos los resultados de las empresas cinco años antes y cinco años después del proceso de fusión, en un período que comprende desde el año de 1987 a 2005.

HIPÓTESIS A CONTRASTAR

La principal hipótesis nula sería la que a continuación se expone:

H_0 , No existe crecimiento significativo de las empresas absorbentes dentro de los procesos de F&A relacionado con los beneficios provocados por la sinergia económica, financiera y fiscal.

En este caso, si se acepta esta hipótesis nula querría decir que por medio de las F&A no se genera un crecimiento real para las empresas; sin embargo, para contrastar esta hipótesis se ha de apoyar en otras más concretas que ayuden a valorar de forma objetiva las conclusiones que se puedan obtener.

$H_{0(1-9)}$, No existen diferencias significativas en cuanto al beneficio económico, productividad y eficiencia ($H_{0(2)}$), calidad de gestión ($H_{0(3)}$), Cash Flow ($H_{0(4)}$), rentabilidad financiera ($H_{0(5)}$), estructura financiera ($H_{0(6)}$), liquidez ($H_{0(7)}$), solvencia ($H_{0(8)}$) y presión impositiva ($H_{0(9)}$) de las empresas antes de ser absorbentes en el proceso de F&A, que cuando se convierten en absorbentes después del mismo.

METODOLOGÍA

El análisis empírico realizado tiene dos partes. En primer lugar, se lleva a cabo un análisis paramétrico de comparación de medias para muestras relacionadas (*t-student*), haciendo el análisis de los resultados de las empresas fusionadas. En segundo término se emplea la Prueba de Wilcoxon, considerada una técnica no paramétrica paralela a la *t*.

SELECCIÓN DE LA MUESTRA

De la base de datos se obtuvieron un total de 149 empresas mexicanas cotizadas en bolsa que en el lapso indicado habían tenido un proceso de F&A; de éstas se seleccionaron las empresas que por sus características cumplían con los requisitos para este estudio.

Después se eliminaron las empresas de seguros y financieras; de este modo, quedaron un total de 26 empresas del sector industrial y comercial con las cuales se formuló la base de datos para el cálculo y análisis de los resultados.

VARIABLES EMPLEADAS

Para realizar la medición de la solidez económica y financiera, el endeudamiento, así como el efecto impositivo de las distintas sociedades, se utilizó un conjunto de ratios contables y fiscales, que tratan de medir la rentabilidad, la situación financiera (Altman, 1968) y la presión fiscal en cada una de las sociedades analizadas, los cuales se presentan en la Tabla 1.

Posteriormente, se formuló la información y se consideró, para tratar los datos, como que el año de las F&A es el año

R	RATIO	IDENTIFICA
r1	Beneficio antes de intereses e impuestos/Activo total	Rentabilidad Económica
r2	Ingresos netos/Activo total	Productividad y Eficacia
r3	Gastos de explotación/Ingresos netos	Calidad de Gestión
r4	Cash flow/Pasivo total	Cash Flow
r5	Beneficio antes de impuestos /Neto patrimonial	Rentabilidad Financiera
r6	Capital total/Pasivo total	Estructura Financiera
r7	Activo circulante/Pasivo circulante	Liquidez
r8	Activo total/Pasivo exigible	Solvencia
r9	Carga impositiva impuestos sobre beneficios/Beneficios antes de impuestos	Carga Impositiva (TIE)

TABLA 1

Indicadores empleados.

o (cero); los años anteriores a la fusión: -5 (menos cinco), al año que presenta la información cinco años antes del proceso de F&A, -4 (menos cuatro), al año que presenta la información cuatro años antes del proceso y así sucesivamente: el año -3 (menos tres), -2 (menos dos) y -1 (menos uno). En lo que respecta a los años posteriores al proceso de F&A: 1 (uno) el año inmediato posterior al proceso de F&A, 2 (dos) al segundo año después de la fecha y así sucesivamente: el año 3 (tres), 4 (cuatro) y 5 (cinco).

Con los datos obtenidos, al organizar la información para efectos de SPSS versión 13.0; se utilizaron la variable EMPRESA, en la que se indica el nombre de cada una de las empresas que forman parte de la muestra, la variable AÑO, para identificar los años; en dicho caso, para efectos del estudio, ésta toma para antes del proceso de F&A, los valores de A-1 (a menos uno); A-2 (a menos dos); A-3 (a menos tres); A-4 (a menos cuatro); A-5 (a menos cinco) y para los años posteriores, los números A6 (a seis); A7 (a siete); A8 (a ocho); A9 (a nueve) y A10 (a diez).

RESULTADOS DEL ESTUDIO

Con el fin de contrastar las hipótesis que se plantearon, se aplicaron dos pruebas, como se ha mencionado en el apartado anterior; se incluyen en éstas, la prueba de hipótesis de los signos para la significación de los cambios, ya que se intenta determinar el grado de significación del cambio de una muestra tomada en dos momentos diferentes (antes y después). En seguida se expone la contrastación de las hipótesis.

CONTRASTE DE HIPÓTESIS

Para contrastar las 9 Hipótesis $H_{0(1-9)}$: Del total de 27 casos considerados en la muestra se observan los resultados de cada una de ellas y el grado de libertad en los resultados obtenidos por medio de la *t student* de 26 y un $p > 0,05$. Se puede decir, que no existen diferencias significativas por lo cual se acepta la hipótesis nula.

En el análisis de los datos arrojados por los estadísticos, en el comportamiento de la rentabilidad económica, se pueden observar variaciones dentro de los mismos rangos, de tal manera que, en relación a la media, no presenta cambios significa-

tivos. La desviación típica, presenta comportamientos dispersos en alto grado, signo de que las empresas se encuentran en riesgo; esto se debe al lapso estudiado y a la situación inflacionaria existente de algunos años incluidos en la muestra. Sin embargo, en cuanto al error típico se presenta una variabilidad alrededor del promedio, con lo cual se observa un comportamiento homogéneo.

En el análisis de los datos arrojados por los estadísticos, en el comportamiento de la estructura financiera, se pueden observar amplias variaciones dentro de los rangos, de tal manera que, en relación a la media, ésta presenta cambios significativos. En cuanto a la desviación típica, ésta al igual que en el ratio anterior, presenta comportamientos dispersos en alto grado. Sin embargo, el error típico presenta una variabilidad alrededor del promedio, con lo cual se observa un comportamiento homogéneo.

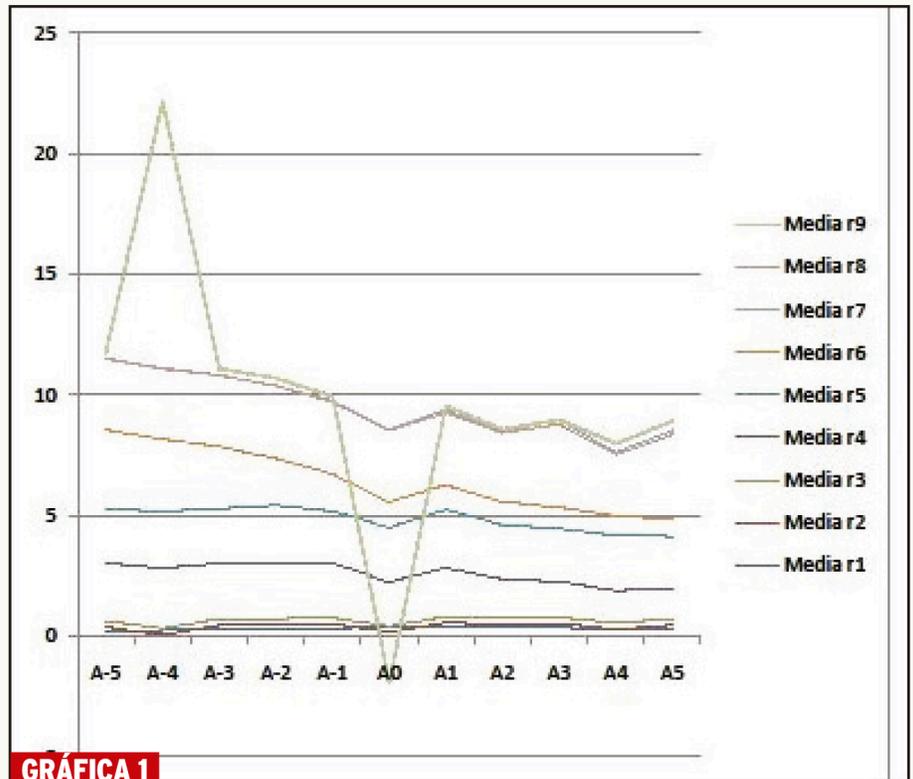
Por otro lado, los resultados obtenidos por medio de la prueba de *Wilcoxon* correspondiente a los rangos, el contraste presenta un resultado de valores de diferencia de rangos; además, no existe una distribución simétrica de las diferencias, con lo cual se demuestra que sí existen diferencias significativas.

De los resultados del estadístico de contraste *Z* y su nivel crítico bilateral se observa un valor $p < 0,05$, con lo cual se rechaza la hipótesis, confirmando con esto que sí existe diferencia significativa en cuanto a este ratio.

En este gráfico, al igual que en otros anteriores, se muestra el comportamiento de la media, la cual, al igual que en los cinco primeros ratios no presenta diferencias significativas.

CONCLUSIONES

Se llega a considerar que aun cuando las hipótesis planteadas desde la teoría neoclásica, no han sido rechazadas, se puede decir que las empresas logran muchos de los objetivos por los cuales inician y consolidan un proceso de F&A; esto es, al analizar cada uno de los ratios se puede concluir que se logran otros objetivos de corte cualitativo que contribuyen a un mejor desempeño de las empresas.



GRÁFICA 1

Tendencias de las variables analizadas.

Se ha encontrado que, en los tres primeros períodos posteriores al proceso de F&A se pueden apreciar cambios y crecimientos que permiten establecer que el ambiente económico en determinados momentos afecta, hacia más o a menos el comportamiento de la empresa.

Así entonces, teniendo en consideración el período estudiado y los cambios económicos que se vivieron en México durante el mismo, es decir, pasar de un período inflacionario a hiperinflacionario, que provocó la obligación de “reexpresar” o revalorizar los estados financieros, a efectos de cotizar en la bolsa, esto, de acuerdo con Niessen (1986), podría velar los posibles beneficios.

De la evidencia empírica se desprende entonces, que las empresas de mayor dimensión se aprovechan de las economías de escala y de alcance, y en consecuencia, mejora la gestión; por otro lado, las empresas de menor dimensión muestran una mejora aunque no llegan al grado de eficiencia que las grandes alcanzan.

En lo que respecta al endeudamiento de las empresas, éstas tienen una mejor capacidad de respuesta y aunque no es un dato que se observe con una tendencia alta, sí se realiza un ligero aumento en esta característica. Aunado a ello, del incremento en el tamaño del negocio, se reduce el riesgo por insolvencia y se puede obtener financiamiento a un menor costo. Además, las empresas para la adquisición, deben realizar el saneamiento de sus compromisos que se hace en función del mismo proceso, ya que en muchos de los casos y como se ha presentado en otros estudios, las empresas pudieran tener relaciones comerciales desde antes de los acuerdos de F&A.

En cuanto al efecto fiscal, no existe diferencia significativa; sin embargo, se puede apreciar que en el momento de la fusión la presión impositiva es sensiblemente menor, aumentando dentro del primer año posterior a la fusión, logrando estabilizarse a partir del último período estudiado. Es decir, se aprovechan las sinergias derivadas del proceso de F&A.

De este modo, aun cuando no existen evidencias de que se presenten cambios significativos en las empresas que han experimentado un proceso de F&A, se puede decir que, de acuerdo a estos mismos resultados, las empresas muestran un ligero aumento hacia el último período estudiado (A5) y que siguen siendo una fórmula efectiva para: la reorganización, facilitar el ingreso a mercados internacionales, lograr economías de escala y de alcance, así como aprovechar las sinergias que se derivan de ellos.

Con todo lo anterior, se demuestra que el campo a investigar sobre este tema se presenta con muchas oportunidades. De los resultados obtenidos, las posibles líneas de investigación serían estudiar en forma individual cada una de las empresas, darles seguimiento a partir del último período para comprobar su rentabilidad en un largo plazo mayor, con otro tipo de ratios o empleando el mismo grupo guardando una coherencia en el modelo. ||

Nota:

El presente trabajo ha sido auspiciado por una beca otorgada a través de la Universidad Autónoma de Tamaulipas por el programa de mejoramiento al profesorado, según convenio Núm. Promep/103.5/03/2169 folio UATAM-202 2003-2006. Las ideas expresadas en el mismo representan el punto de vista del autor y no necesariamente los de la institución patrocinadora.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Altman, E.I. (1968). "Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy", en *Journal of Finance*. 23(4): 589-609.
- Andrade, G., Mitchell, M. y Stafford, E. (2001). "New Evidence and Perspectives on Mergers", en *Journal of Economic Perspectives*. 15(2):103-120.
- Bauman, Ch. y Schadewald, M. (2001). "Impact of Foreign Operations on Reported Effective Tax Rates: Interplay of Foreign Taxes, U.S. Taxes and U.S. GAAP", en *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*. 10(2):177-196.
- Billet, M.T., King, T.H. y Mauer, D.C. (2004). "Bondholder Wealth Effects in Mergers and Acquisitions: New Evidence from the 1980s and 1990s", en *The Journal of Finance*. 59(1): 107-135.
- Chen, Y. (2001). "On Vertical Mergers and Their competitive effects", en *The Rand Journal of Economics*. 32(4): 667-685.
- Fernández, M.E. (2001). *La reforma del impuesto sobre sociedades a través de las diferencias contabilidad versus fiscalidad y su incidencia en el tipo impositivo efectivo*. Tesis Doctoral. Oviedo: Universidad de Oviedo.
- Fuentes, M. y Lozano, M. (2003). "Tratamiento de la sinergia en las fusiones y absorciones", en *Partida Doble*. 148: 20-32.
- García, M.A. (1997). "Algunas consideraciones internacionales sobre la controversia entre teoría y práctica contable", en *Revista Española de Financiación y Contabilidad*. 26(90): 263-279.
- García, M.A. y Zorio, A. (2002). "Características de las empresas europeas que aplican las normas del IASC: evidencia empírica de cara al debate regulador en la nueva fase de armonización contable", en *Revista Española de Financiación y Contabilidad*. 31(111): 75-110.
- Giner, B. (2003). "El Nuevo Proceso de Regulación Contable en Europa: Cambios en el Proceso y en las Normas", en AECA: *Revista de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas*. 65: 13-17.
- Giner, B., Mora, A. y Arce, M. (1999). *Análisis Comparado de la Normativa Contable de AECA y el IASC*, Madrid: Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas, AECA.
- Gupta, S. y Newberry, K. (1992). "Corporate Average Effective Tax Rates after the Tax Reform Act of 1986", en *Tax Notes*. 55 (2): 689-702.
- Horno M.P (2004). *El Proceso de armonización contable en Europa (1995-2002): Un análisis retrospectivo*. International Accounting Standard Committee (IASC). (2003). *International Accounting Standard (IAS) 31. Financial Reporting of Interest in Joint Ventures*. Revisada en octubre de 2000.
- Jacobs, O.H. y Spengel, C. (2000). "Measurement and Development of the Effective Tax Burden of Companies- An Overview and International Tax Review". 28(10): 334-351.
- Krupsky, K. (2004). "U.S. Income Tax Treatment of a Dual Listed Company", en *Tax Management International Journal*. 33(6): 373-375.
- Labatut, G. y Molina, R. (2004). "La medición de la presión fiscal empresarial: El Tipo Impositivo Efectivo Medio (TIE)", Congreso Internacional de Contabilidad. Granada, España.
- Lambrecht, B. (2004). "The timing and terms of mergers motivated by economies of scale", en *Journal of Financial Economics*. 72(1): 41-62.
- Llombart, M. y Labatut, G., (1996). "Diferencias Permanentes y Temporales por Aplicación del Método del Efecto Impositivo Según la Nueva Ley del Impuesto Sobre Sociedades", en *Técnica Contable*. 48(566): 87-104.
- Martínez, A. y Fernández, E. (2000). "Las correcciones valorativas tras la reforma del Impuesto sobre Sociedades", en *Revista de Contabilidad y Tributación*. 208: 139-160.
- Martínez, A., Álvarez, S. y Fernández, E. (2004). "El tipo impositivo contable y fiscal de las sociedades españolas a lo largo de la década de los noventa", en *Partida Doble*. 153: 60-67.
- Niessen, H. (1986). "La Cuarta Directriz sobre las Cuentas Anuales de las sociedades de Capital", en *Contabilidad y auditoría en España ante la CEE: ponencias presentadas al seminario celebrado en la Universidad Internacional Menéndez Pelayo (Santander, 1985)*. Madrid: Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas, AECA.
- Rossi, S. y Volpin, P. (2004). "Cross-country determinants of mergers and acquisitions", en *Journal of Financial Economics*. 74 (2): 277-304.
- Serra, V., Gómez, M.A. y Landete, M. (2001). "Resultados de las fusiones empresariales: Una aproximación empírica en el sector asegurador", en *Revista Española de Financiación y Contabilidad*. 30(110): 1001-1036.
- Shleifer, A. y Vishny, R.W. (2004). "Stock Market Driven Acquisitions", en *Journal of Financial Economics*. 70(3): 295-311.
- Simmons, R.S. (2006). "Does Recent Empirical Evidence Support The existence of International Corporate Tax Competition?", en *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*. 15(1):16-31.