

# Índice

Reconocimientos .....	XVII	9. Las finanzas y la ciencia económica: principios y leyes .....	15
Acerca de este libro .....	XIX	Principios relacionados con la transacción financiera .....	16
<b>Parte I: Fundamentos y herramientas de las finanzas corporativas</b>			
<b>Capítulo 1: Fundamentos y principios de las finanzas</b> .....	1	10. Las finanzas y el rol de los supuestos de la teoría .....	21
Introducción .....	1	Resumen .....	21
1. Objetivos de las finanzas .....	2	Preguntas .....	21
2. Los costos de agencia: ¿los gerentes y accionistas tienen el mismo objetivo? .....	4	Referencias bibliográficas .....	23
3. Áreas en que se desempeña el ejecutivo de finanzas .....	5	<b>Parte II: Análisis y planificación financiera</b>	
Finanzas corporativas y administración financiera ..	5	<b>Capítulo 2: Panorámica de los estados financieros, los impuestos y el flujo de efectivo</b> ..	25
Inversiones financieras .....	7	Introducción .....	25
Mercado de capitales .....	7	1. El estado económico o de resultados .....	26
4. Visiones de la empresa .....	7	El resultado operativo de la empresa .....	27
La visión del mecanismo de la inversión .....	7	El último renglón del estado económico: el resultado neto .....	28
La visión del modelo contable .....	8	El rubro "otros" .....	28
La visión del conjunto de contratos .....	9	2. El balance .....	29
5. Funciones y objetivos de la gerencia financiera ..	9	El activo .....	29
Presupuesto de capital .....	10	El pasivo .....	30
Estructura de capital .....	10	Las acciones comunes y el capital suscrito .....	31
Capital de trabajo .....	10	Acciones preferidas .....	32
6. Formas alternativas de organización de los negocios .....	11	Utilidades retenidas .....	32
Explotación unipersonal .....	11	Estado de evolución del patrimonio neto .....	33
Sociedad .....	11	El capital de trabajo .....	35
Sociedades anónimas .....	12	3. El estado del flujo de efectivo .....	36
7. La empresa y los mercados financieros .....	12	4. ¿Los balances representan la realidad financiera de la empresa? .....	37
8. Globalización de los mercados financieros ..	13	Los estados financieros contienen información histórica. ..	37

La clave es saber "leer" los estados financieros .....	41	Introducción .....	83
La cosmética y la contabilidad "creativa" .....	42	1. El horizonte de planeamiento .....	84
<b>5. Impuestos</b> .....	43	Requisitos de un buen planeamiento .....	85
<i>Tax planning</i> .....	43	<b>2. La proyección de los estados financieros:</b>	
Tasa promedio y tasa marginal en el impuesto		<b>consultoría y administración financiera</b> .....	86
de sociedades .....	46	El <i>cash flow</i> indirecto .....	86
Traslado de quebrantos .....	46	Conceptos que representan ingresos y egresos de	
Diferencias entre el balance contable y el		fondos en el modelo indirecto .....	87
balance fiscal .....	46	Dinámica del <i>cash flow</i> de la firma: de la	
Impuestos diferidos .....	47	contabilidad al flujo de efectivo .....	89
Impuestos sobre los activos de las empresas y los		El <i>cash flow</i> directo .....	91
patrimonios de las personas .....	47	<b>3. Pasos para elaborar la proyección del</b>	
Resumen .....	48	<b>desempeño</b> .....	92
Preguntas .....	48	El arte y la ciencia económica en la proyección	
Problemas .....	49	de los estados financieros .....	93
Referencias bibliográficas .....	51	El estado de resultados primero .....	94
<b>Capítulo 3: Análisis financiero</b> .....	53	Proyección de los rubros del estado financiero:	
<b>Introducción</b> .....	53	costos operativos y costos financieros .....	97
<b>1. Análisis vertical</b> .....	54	Proyección de los rubros del balance .....	98
<b>2. Análisis horizontal</b> .....	57	Proyección del flujo de efectivo de una compañía ...	100
<b>3. Índices financieros</b> .....	59	Caso de aplicación real: el flujo de efectivo de	
Índices de liquidez .....	59	Molinos Río de la Plata .....	105
Índices de endeudamiento .....	61	Dos precauciones para la proyección del desempeño ..	106
Índices de actividad .....	64	<b>4. Diferentes medidas del flujo de efectivo</b> ....	106
Índices de rentabilidad .....	67	<i>Free cash flow</i> .....	107
Índices de valor de mercado .....	71	<i>Capital cash flow</i> .....	107
Seleccionar un punto de referencia .....	73	<i>Equity cash flow</i> .....	107
<b>4. Alcances y limitaciones de los ratios</b>		El <i>cash flow</i> "contable" .....	108
<b>financieros</b> .....	75	Resumen .....	109
El análisis financiero en la pequeña empresa		Preguntas .....	110
y los procedimientos <i>ad hoc</i> .....	76	Problemas .....	111
Resumen .....	77	Referencias bibliográficas .....	115
Preguntas .....	78		
Problemas .....	78	<b>Parte III: El valor en finanzas y la</b>	
Referencias bibliográficas .....	81	<b>fijación de precios de activos</b>	
<b>Capítulo 4: Planificación financiera de</b>		<b>Capítulo 5: El valor tiempo del dinero</b> .....	117
<b>largo plazo</b> .....	83	<b>Introducción</b> .....	117
		1. Concepto y función del valor futuro .....	118
		2. Concepto y función del valor actual .....	119

<b>3. Tasas de interés</b> .....	120	Ejemplo de aplicación real: costo efectivo de una obligación negociable .....	154
Tasa nominal y tasa proporcional .....	120	La estructura temporal de la tasa de interés .....	155
La tasa efectiva .....	121	Riesgos asociados a la inversión en bonos .....	157
La tasa equivalente .....	123	<b>3. Valuación y rendimiento de la inversión en acciones</b> .....	160
El cálculo financiero en un contexto inflacionario: la tasa de interés real .....	124	Valuación de acciones en base a los dividendos esperados sin crecimiento .....	160
La tasa de descuento .....	125	Rendimientos de la inversión en acciones .....	162
Tasa de interés vencida equivalente a la tasa de descuento .....	126	Valuación de acciones con crecimiento constante ..	163
<b>4. Calcular el valor de un flujo de efectivo</b> .....	126	Estimación de la tasa de crecimiento .....	165
Valor actual de una corriente temporaria de pagos fijos .....	127	Valuación de acciones con fases de crecimiento variable .....	167
Valor actual de una corriente de pagos perpetua .....	131	Valuación de acciones preferidas .....	170
Valuación de un corriente perpetua con crecimiento .....	134	Valuación de acciones a partir del <i>price-earning</i> ...	170
Valor final de una corriente de pagos temporaria (imposición) .....	135	<b>4. Determinantes del costo de oportunidad del dinero</b> .....	173
Resumen .....	137	Riesgo .....	174
Preguntas .....	138	Inflación esperada .....	174
Problemas .....	138	Impuestos .....	174
Referencias bibliográficas .....	140	Vencimiento .....	175
<b>Capítulo 6: Valuación de acciones y obligaciones</b> .....	141	Resumen .....	175
Introducción .....	141	Preguntas .....	175
1. Valor de los activos en un mercado eficiente: la parábola revisada .....	142	Problemas .....	176
2. Valuación y rendimiento de la inversión en obligaciones .....	142	Referencias bibliográficas .....	178
Conceptos fundamentales de la valuación de bonos .....	143	<b>Capítulo 7: Riesgo y rentabilidad</b> .....	179
Valuación de un bono con pago del principal al vencimiento .....	145	Introducción .....	179
Medidas de rendimiento de la inversión en bonos ..	147	1. Medidas alternativas de los rendimientos ...	180
Concepto de rendimiento al vencimiento ( <i>yield to maturity</i> ) .....	147	Rendimientos en efectivo .....	180
Rendimiento corriente .....	148	Rendimientos porcentuales .....	181
Evolución del precio .....	150	Las evidencias: historia del mercado de capitales eficiente .....	181
Bonos comprados en periodos intermedios de renta ..	152	Primas por riesgo .....	183
		La hipótesis de la eficiencia del mercado de capital ..	188
		Rendimientos futuros esperados y medidas de dispersión .....	189
		2. El portafolio o cartera de inversiones .....	191
		La covarianza .....	191

El coeficiente de correlación .....	193	Preguntas .....	248
Riesgo y rendimiento en el contexto de portafolios .....	195	Problemas .....	249
El rendimiento esperado de un portafolio .....	195	Referencias bibliográficas .....	251
El cálculo del riesgo del portafolio .....	196		
Portafolios eficientes .....	200	<b>Capítulo 9: Opciones financieras y opciones reales</b> .....	253
El teorema de la separación y la línea de mercado de capitales .....	200	<b>Introducción</b> .....	253
Límites a los beneficios de la diversificación: riesgo no sistemático y riesgo sistemático .....	202	<b>1. Principales tipos de opciones</b> .....	254
<b>3. El riesgo de mercado de la acción y su contribución al riesgo del portafolio</b> .....	205	Opciones de compra .....	255
La medición del riesgo sistemático y el coeficiente beta .....	206	Opciones de venta .....	256
Estimación de los betas .....	208	<b>2. Factores que determinan el precio de una opción</b> .....	258
Rentabilidad y riesgo. Ideas fundamentales .....	209	El valor de la acción .....	258
La construcción de portafolios en la práctica .....	210	El precio de ejercicio .....	258
Resumen .....	212	La volatilidad .....	258
Preguntas .....	212	El tiempo de vida de la opción .....	259
Problemas .....	214	La tasa de interés libre de riesgo .....	259
Referencias bibliográficas .....	216	Los dividendos .....	260
<b>Capítulo 8: Modelos de valuación de activos de capital</b> .....	217	<b>3. Ejercicio de la opción antes de su vencimiento</b> .....	261
<b>Introducción</b> .....	217	Opciones de compra que no distribuyen dividendos .....	261
<b>1. El modelo de valuación de activos de capital (CAPM)</b> .....	218	Opciones de venta que no distribuyen dividendos .....	263
Relación entre la línea de mercado de capitales y la del mercado de títulos .....	221	El efecto de los dividendos .....	263
Utilización del CAPM para estimar el rendimiento esperado .....	221	La paridad <i>put-call</i> en las opciones europeas .....	263
Tests empíricos del CAPM .....	223	Aplicaciones de la paridad <i>put-call</i> en las finanzas .....	264
<b>2. El CAPM en los países emergentes y en compañías de capital cerrado</b> .....	224	<b>4. Valuación de opciones</b> .....	265
La tasa libre de riesgo .....	225	Límite mínimo y máximo para una opción de compra que no distribuye dividendos .....	265
El riesgo país .....	226	Límite mínimo y máximo para una opción de venta que no distribuye dividendos .....	267
La prima de riesgo de mercado .....	234	Cálculo del valor de la opción a partir del método binomial .....	268
El coeficiente beta: el enfoque del beta comparable .....	239	El atajo de las probabilidades neutras ponderadas .....	271
<b>3. El modelo de valuación por arbitraje</b> .....	245	Diferencias entre la valuación de la opción americana y la europea .....	274
APM VERSUS CAPM .....	247	<b>5. Las opciones en las finanzas corporativas</b> .....	277
Resumen .....	247	Opciones en las decisiones de inversión .....	278

Las acciones como una opción sobre los activos . . . . .	280	La estructura temporal de la tasa de interés . . . . .	308
Diferencias entre las opciones reales y las opciones financieras . . . . .	282	Multiplicidad o ausencia de TIR . . . . .	308
Resumen . . . . .	283	<b>8. La tasa interna de retorno modificada (TIRM)</b> . . . . .	311
Preguntas . . . . .	283	El método de la anualidad equivalente . . . . .	315
Problemas . . . . .	284	<b>9. Cálculo del VAN y de la TIR con flujos no periódicos</b> . . . . .	316
Referencias bibliográficas . . . . .	285	Resumen . . . . .	318
		Preguntas . . . . .	318
		Problemas . . . . .	319
		Referencias bibliográficas . . . . .	321
<b>Parte IV: Presupuesto de capital y decisiones de inversión</b>		<b>Capítulo 11. Planificación, análisis del riesgo y opciones reales del proyecto</b> . . . . .	323
<b>Capítulo 10: Técnicas de evaluación de proyectos de inversión</b> . . . . .	287	Introducción . . . . .	323
Introducción . . . . .	287	<b>1. Detalles en la planificación del flujo de efectivo del proyecto</b> . . . . .	324
<b>1. La tasa de ganancia contable</b> . . . . .	288	Los flujos de efectivo incrementales . . . . .	325
<b>2. El período de recupero (<i>payback</i>)</b> . . . . .	290	El horizonte de tiempo del proyecto: valor de la continuidad y valor de la liquidación . . . . .	328
Desventajas del <i>payback</i> . . . . .	290	La inflación . . . . .	330
<b>3. Período de recupero descontado (<i>discounted payback</i>)</b> . . . . .	291	El <i>free cash flow</i> del proyecto . . . . .	331
<b>4. El valor actual neto (VAN)</b> . . . . .	292	El <i>equity cash flow</i> . . . . .	332
Cómo debe interpretarse el VAN . . . . .	293	Auditoría del proyecto . . . . .	332
¿Qué ocurre cuando el VAN es igual o muy próximo a cero? . . . . .	294	<b>2. Análisis del riesgo del proyecto</b> . . . . .	333
¿Qué dice el VAN sobre los flujos de efectivo que proporciona el proyecto? . . . . .	295	Primer paso: análisis de sensibilidad . . . . .	336
<b>5. La tasa interna de retorno (TIR)</b> . . . . .	296	Segundo paso: análisis de escenarios . . . . .	338
El supuesto de la reinversión de fondos . . . . .	297	Tercer paso: la simulación y el método de Monte Carlo . . . . .	344
Cómo calcular la TIR sin ayuda de calculadoras financieras . . . . .	298	<b>3. Valuar la flexibilidad: opciones reales en proyectos de inversión</b> . . . . .	349
Proyectos "convencionales" o simples: cuando el VAN y la TIR coinciden . . . . .	300	Valuación de la opción de expansión . . . . .	349
Diferencias y analogías entre el VAN y la TIR . . . . .	301	Valuación de la opción de abandono . . . . .	351
<b>6. El índice de rentabilidad o relación costo-beneficio</b> . . . . .	301	Valuación de la opción de contracción . . . . .	352
<b>7. Algunos inconvenientes de las técnicas de presupuesto de capital</b> . . . . .	302	Cómo valuar la combinación de opciones . . . . .	352
Proyectos mutuamente excluyentes . . . . .	302	Valuación mediante el método del portafolio replicado. . . . .	354
Reinversión de fondos . . . . .	307	Resumen . . . . .	358
Proyectos de endeudamiento . . . . .	307	Preguntas . . . . .	358
		Problemas . . . . .	358
		Referencias bibliográficas . . . . .	360

<b>Capítulo 12: Costo de capital</b> .....	361	Costos directos e indirectos de las dificultades financieras .....	412
<b>Introducción</b> .....	361	El problema del incentivo adverso y el juego de la deuda .....	414
1. El costo del capital, el costo marginal y el costo promedio ponderado .....	362	<b>5. La estructura de capital óptima: beneficios fiscales versus dificultades financieras</b> .....	415
2. Determinar la proporción de cada componente .....	363	<b>6. La teoría de la información asimétrica</b> .....	416
3. Costo de los distintos componentes de cada tipo específico de capital .....	364	Resumen .....	417
Costo de la deuda y de las acciones preferidas .....	364	Preguntas .....	418
Costo de capital propio interno y externo .....	368	Problemas .....	419
4. El costo promedio ponderado del capital (WACC) .....	373	Referencias bibliográficas .....	420
Resumen .....	382	<b>Capítulo 14: La estructura de capital en la práctica</b> .....	423
Preguntas .....	383	<b>Introducción</b> .....	423
Problemas .....	384	1. El CAPM combinado con las proposiciones de MM con impuestos .....	424
Referencias bibliográficas .....	385	Desapalancamiento y reapalancamiento del coeficiente beta .....	425
<b>Parte V: Estructura de capital y política de dividendos</b>		2. Métodos de valuación por descuento de flujos .....	426
<b>Capítulo 13: Teoría de la estructura de capital</b> .....	387	Integración de la información financiera con la información del mercado de capitales .....	426
<b>Introducción</b> .....	387	Método del <i>equity cash flow</i> o del valor de las acciones .....	429
1. Conceptos básicos .....	388	Método del <i>free cash flow</i> .....	429
La visión ingenua del apalancamiento financiero .....	389	Método del <i>capital cash flow</i> .....	430
El análisis EBIT-EPS .....	390	Método del valor presente ajustado (APV) .....	430
2. La tesis de Modigliani-Miller .....	392	Prueba de equivalencia de los cuatro métodos .....	430
Proposición I: el valor de la firma .....	394	Diferencias entre los distintos métodos .....	431
Proposición II: el rendimiento esperado de las acciones .....	396	El WACC <i>approach</i> en la estructura de capital .....	432
Proposición III: regla para las decisiones de inversión .....	399	3. Estimación de los costos de insolvencia financiera .....	435
La "visión tradicional" de la estructura de capital .....	401	Indicadores de solvencia financiera .....	436
3. El efecto de los impuestos en la estructura de capital .....	402	Cobertura y calificación del riesgo: evidencia empírica .....	439
El valor del ahorro fiscal .....	404	4. Un modelo para la Estructura de Capital Óptima (ECO) .....	439
Costo de capital ajustado por impuestos .....	407	Obtención del valor de las dificultades financieras .....	445
El efecto de los impuestos personales .....	408	¿Es aplicable una teoría de <i>trade-off</i> en las sociedades de capital cerrado? .....	448
4. Los costos de la insolvencia financiera .....	412		

5. Otros puntos de referencia en la estructura de capital .....	449	Las ventajas de pagar dividendos altos .....	489
Resumen .....	453	Contenido informativo de los dividendos .....	489
Preguntas .....	454	Resumen .....	490
Problemas .....	454	Preguntas .....	491
Referencias bibliográficas .....	457	Problemas .....	491
		Referencias bibliográficas .....	493
<b>Capítulo 15: Creación de valor con las decisiones financieras</b> .....	459	<b>Parte VI: Planificación y administración financiera de corto plazo</b>	
Introducción .....	459	<b>Capítulo 16: El punto de equilibrio económico y financiero en la empresa</b> .....	495
<b>1. Medidas equivocadas del desempeño de la compañía</b> .....	460	Introducción .....	495
Mito número uno: aumentar las ganancias siempre es bueno .....	460	<b>1. El punto de equilibrio económico</b> .....	496
Mito número dos: aumentar el ROE .....	462	El PEE y el sistema de costeo directo .....	497
Mito número tres: la deuda barata .....	462	Margen de seguridad .....	499
Mito número cuatro: el crecimiento .....	463	Supuestos del punto de equilibrio económico .....	500
Mito número cinco: <i>cash flow</i> positivo es felicidad .....	467	Punto de equilibrio económico más utilidad deseada .....	502
Mito número seis: el ratio precio-ganancia ( <i>price earning</i> ) .....	468	Cambios en el punto de equilibrio .....	503
Mito número siete: rendimiento versus plazo de cobranza .....	468	El punto de equilibrio económico y la estrategia de precios .....	505
Intercambio entre los rendimientos de corto y largo plazo .....	469	<b>2. El punto de equilibrio financiero</b> .....	505
<b>2. Crear valor con las decisiones financieras</b> .....	470	Punto de equilibrio del flujo de efectivo .....	505
Crear valor con las decisiones de inversión .....	470	Comparación entre los puntos de equilibrio económico, financiero y de efectivo .....	506
Crear valor con las decisiones de financiamiento .....	472	<b>3. La palanca operativa y la palanca financiera</b> .....	508
Crear valor con las decisiones de desinversión: <i>fit y focus</i> .....	474	El <i>leverage</i> operativo y el riesgo económico .....	508
<b>3. Medidas de creación de valor: el EVA<sup>®</sup></b> .....	475	El <i>leverage</i> financiero y el riesgo financiero .....	511
El capital invertido .....	476	El <i>leverage</i> combinado .....	514
El NOPAT .....	477	Resumen .....	515
El retorno sobre el capital invertido (ROIC) .....	479	Preguntas .....	515
Valuación de la firma con el método del <i>free cash flow</i> .....	480	Problemas .....	516
Medir la creación de valor con EVA <sup>®</sup> .....	481	Referencias bibliográficas .....	517
Algunas precauciones en la aplicación de EVA <sup>®</sup> .....	484	<b>Capítulo 17: Política y administración financiera de corto plazo</b> .....	519
El valor de mercado agregado o MVA .....	485	Introducción .....	519
<b>4. ¿La política de dividendos puede crear valor?</b> .....	487	<b>1. Políticas para la administración del capital de trabajo</b> .....	520
Las ventajas de pagar dividendos bajos .....	488		