

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

La clave es saber "leer" los estados financieros	41	Introducción	83
La cosmética y la contabilidad "creativa"	42	1. El horizonte de planeamiento	84
5. Impuestos	43	Requisitos de un buen planeamiento	85
<i>Tax planning</i>	43	2. La proyección de los estados financieros:	
Tasa promedio y tasa marginal en el impuesto		consultoría y administración financiera	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	3. Pasos para elaborar la proyección del	
Resumen	48	desempeño	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
Capítulo 3: Análisis financiero	53	Proyección de los rubros del estado financiero:	
Introducción	53	costos operativos y costos financieros	97
1. Análisis vertical	54	Proyección de los rubros del balance	98
2. Análisis horizontal	57	Proyección del flujo de efectivo de una compañía	100
3. Índices financieros	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	4. Diferentes medidas del flujo de efectivo	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
4. Alcances y limitaciones de los ratios		El <i>cash flow</i> "contable"	108
financieros	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	Parte III: El valor en finanzas y la	
Problemas	78	fijación de precios de activos	
Referencias bibliográficas	81	Capítulo 5: El valor tiempo del dinero	117
Capítulo 4: Planificación financiera de		Introducción	117
largo plazo	83	1. Concepto y función del valor futuro	118
		2. Concepto y función del valor actual	119

3. Tasas de interés	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	3. Valuación y rendimiento de la inversión en acciones	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
4. Calcular el valor de un flujo de efectivo	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	4. Determinantes del costo de oportunidad del dinero	173
Resumen	137	Riesgo	174
Preguntas	138	Inflación esperada	174
Problemas	138	Impuestos	174
Referencias bibliográficas	140	Vencimiento	175
Capítulo 6: Valuación de acciones y obligaciones	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	Capítulo 7: Riesgo y rentabilidad	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 períodos 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	Capítulo 9: Opciones financieras y opciones reales	253
El teorema de la separación y la línea de mercado de capitales	200	Introducción	253
Límites a los beneficios de la diversificación: riesgo no sistemático y riesgo sistemático	202	1. Principales tipos de opciones	254
3. El riesgo de mercado de la acción y su contribución al riesgo del portafolio	205	Opciones de compra	255
La medición del riesgo sistemático y el coeficiente beta	206	Opciones de venta	256
Estimación de los betas	208	2. Factores que determinan el precio de una opción	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
Capítulo 8: Modelos de valuación de activos de capital	217	3. Ejercicio de la opción antes de su vencimiento	261
Introducción	217	Opciones de compra que no distribuyen dividendos	261
1. El modelo de valuación de activos de capital (CAPM)	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
2. El CAPM en los países emergentes y en compañías de capital cerrado	224	4. Valuación de opciones	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
3. El modelo de valuación por arbitraje	245	Diferencias entre la valuación de la opción americana y la europea	274
APM versus CAPM	247	5. Las opciones en las finanzas corporativas	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	8. La tasa interna de retorno modificada (TIRM)	311
Preguntas	283	El método de la anualidad equivalente	315
Problemas	284	9. Cálculo del VAN y de la TIR con flujos no periódicos	316
Referencias bibliográficas	285	Resumen	318
		Preguntas	318
		Problemas	319
		Referencias bibliográficas	321
Parte IV: Presupuesto de capital y decisiones de inversión			
Capítulo 10: Técnicas de evaluación de proyectos de inversión 287			
Introducción 287			
1. La tasa de ganancia contable 288			
2. El período de recuero (<i>payback</i>) 290			
Desventajas del <i>payback</i> 290			
3. Período de recuero descontado (<i>discounted payback</i>) 291			
4. El valor actual neto (VAN) 292			
Cómo debe interpretarse el VAN 293			
¿Qué ocurre cuando el VAN es igual o muy próximo a cero? 294			
¿Qué dice el VAN sobre los flujos de efectivo que proporciona el proyecto? 295			
5. La tasa interna de retorno (TIR) 296			
El supuesto de la reinversión de fondos 297			
Cómo calcular la TIR sin ayuda de calculadoras financieras 298			
Proyectos "convencionales" o simples: cuando el VAN y la TIR coinciden 300			
Diferencias y analogías entre el VAN y la TIR 301			
6. El índice de rentabilidad o relación costo-beneficio 301			
7. Algunos inconvenientes de las técnicas de presupuesto de capital 302			
Proyectos mutuamente excluyentes 302			
Reinversión de fondos 307			
Proyectos de endeudamiento 307			
Capítulo 11. Planificación, análisis del riesgo y opciones reales del proyecto 323			
Introducción 323			
1. Detalles en la planificación del flujo de efectivo del proyecto 324			
Los flujos de efectivo incrementales 325			
El horizonte de tiempo del proyecto: valor de la continuidad y valor de la liquidación 328			
La inflación 330			
El <i>free cash flow</i> del proyecto 331			
El <i>equity cash flow</i> 332			
Auditoría del proyecto 332			
2. Análisis del riesgo del proyecto 333			
Primer paso: análisis de sensibilidad 336			
Segundo paso: análisis de escenarios 338			
Tercer paso: la simulación y el método de Monte Carlo 344			
3. Valuar la flexibilidad: opciones reales en proyectos de inversión 349			
Valuación de la opción de expansión 349			
Valuación de la opción de abandono 351			
Valuación de la opción de contracción 352			
Cómo valuar la combinación de opciones 352			
Valuación mediante el método del portafolio replicado. 354			
Resumen 358			
Preguntas 358			
Problemas 358			
Referencias bibliográficas 360			

Capítulo 12: Costo de capital	361	Costos directos e indirectos de las dificultades financieras	412
Introducción	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	5. La estructura de capital óptima: beneficios fiscales versus dificultades financieras	415
2. Determinar la proporción de cada componente	363	6. La teoría de la información asimétrica	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	Capítulo 14: La estructura de capital en la práctica	423
Preguntas	383	Introducción	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
Parte V: Estructura de capital y política de dividendos			
Capítulo 13: Teoría de la estructura de capital	387	2. Métodos de valuación por descuento de flujos	426
Introducción	387	Integración de la información financiera con la información del mercado de capitales	426
1. Conceptos básicos	388	Método del <i>equity cash flow</i> o del valor de las acciones	429
La visión ingenua del apalancamiento financiero	389	Método del <i>free cash flow</i>	429
El análisis EBIT-EPS	390	Método del <i>capital cash flow</i>	430
2. La tesis de Modigliani-Miller	392	Método del valor presente ajustado (APV)	430
Proposición I: el valor de la firma	394	Prueba de equivalencia de los cuatro métodos	430
Proposición II: el rendimiento esperado de las acciones	396	Diferencias entre los distintos métodos	431
Proposición III: regla para las decisiones de inversión	399	El WACC <i>approach</i> en la estructura de capital	432
La "visión tradicional" de la estructura de capital	401	3. Estimación de los costos de insolvencia financiera	435
3. El efecto de los impuestos en la estructura de capital	402	Indicadores de solvencia financiera	436
El valor del ahorro fiscal	404	Cobertura y calificación del riesgo: evidencia empírica	439
Costo de capital ajustado por impuestos	407	4. Un modelo para la Estructura de Capital Óptima (Eco)	439
El efecto de los impuestos personales	408	Obtención del valor de las dificultades financieras	445
4. Los costos de la insolvencia financiera	412	¿Es aplicable una teoría de <i>trade-off</i> en las sociedades de capital cerrado?	448

5. Otros puntos de referencia en la estructura de capital	449
Resumen	453
Preguntas	454
Problemas	454
Referencias bibliográficas	457

Capítulo 15: Creación de valor con las decisiones financieras

Introducción	459
1. Medidas equivocadas del desempeño de la compañía	460
Mito número uno: aumentar las ganancias siempre es bueno	460
Mito número dos: aumentar el ROE	462
Mito número tres: la deuda barata	462
Mito número cuatro: el crecimiento	463
Mito número cinco: <i>cash flow</i> positivo es felicidad	467
Mito número seis: el ratio precio-ganancia (<i>price earning</i>)	468
Mito número siete: rendimiento versus plazo de cobranza	468
Intercambio entre los rendimientos de corto y largo plazo	469
2. Crear valor con las decisiones financieras	470
Crear valor con las decisiones de inversión	470
Crear valor con las decisiones de financiamiento	472
Crear valor con las decisiones de desinversión: <i>fit</i> y <i>focus</i>	474
3. Medidas de creación de valor: el EVA®	475
El capital invertido	476
El NOPAT	477
El retorno sobre el capital invertido (ROIC)	479
Valuación de la firma con el método del <i>free cash flow</i>	480
Medir la creación de valor con EVA®	481
Algunas precauciones en la aplicación de EVA®	484
El valor de mercado agregado o MVA	485
4. ¿La política de dividendos puede crear valor?	487
Las ventajas de pagar dividendos bajos	488

Las ventajas de pagar dividendos altos	489
Contenido informativo de los dividendos	489
Resumen	490
Preguntas	491
Problemas	491
Referencias bibliográficas	493

Parte VI: Planificación y administración financiera de corto plazo

Capítulo 16: El punto de equilibrio económico y financiero en la empresa

Introducción	495
1. El punto de equilibrio económico	496
El PEE y el sistema de costeo directo	497
Margen de seguridad	499
Supuestos del punto de equilibrio económico	500
Punto de equilibrio económico más utilidad deseada	502
Cambios en el punto de equilibrio	503
El punto de equilibrio económico y la estrategia de precios	505
2. El punto de equilibrio financiero	505
Punto de equilibrio del flujo de efectivo	505
Comparación entre los puntos de equilibrio económico, financiero y de efectivo	506
3. La palanca operativa y la palanca financiera	508
El <i>leverage</i> operativo y el riesgo económico	508
El <i>leverage</i> financiero y el riesgo financiero	511
El <i>leverage</i> combinado	514
Resumen	515
Preguntas	515
Problemas	516
Referencias bibliográficas	517

Capítulo 17: Política y administración financiera de corto plazo

Introducción	519
1. Políticas para la administración del capital de trabajo	520

Políticas para el financiamiento de los activos corrientes	521	Capítulo 6	Respuestas a las preguntas	566
El ciclo operativo y el ciclo dinero-mercancías-dinero ..	524		Soluciones a los problemas	567
Escenarios económicos y política del capital de trabajo	526	Capítulo 7	Respuestas a las preguntas	569
Ventajas y desventajas del financiamiento de corto plazo	528		Soluciones a los problemas	570
2. Administración de activos de corto plazo	528	Capítulo 8	Respuestas a las preguntas	572
Administración del efectivo	528		Soluciones a los problemas	573
La teoría de la demanda de dinero para transacciones	529	Capítulo 9	Respuestas a las preguntas	576
Administración de cuentas a cobrar	533		Soluciones a los problemas	576
Administración de inventarios	538	Capítulo 10	Respuestas a las preguntas	579
3. Administración de la deuda de corto plazo	543		Soluciones a los problemas	580
Crédito comercial	543	Capítulo 11	Respuestas a las preguntas	581
Posición neta de crédito comercial	544		Soluciones a los problemas	582
Crédito bancario de corto plazo	544	Capítulo 12	Respuestas a las preguntas	585
Resumen	547		Soluciones a los problemas	586
Preguntas	548	Capítulo 13	Respuestas a las preguntas	587
Problemas	548		Soluciones a los problemas	589
Referencias bibliográficas	550	Capítulo 14	Respuestas a las preguntas	590
			Soluciones a los problemas	590
Apéndice A: Distribución nominal acumulativa	551	Capítulo 15	Respuestas a las preguntas	593
			Soluciones a los problemas	593
Apéndice B: Respuestas y soluciones	553	Capítulo 16	Respuestas a las preguntas	595
			Soluciones a los problemas	596
Capítulo 1		Capítulo 17	Respuestas a las preguntas	597
Respuestas a las preguntas	553		Soluciones a los problemas	598
Capítulo 2		Apéndice C: Términos fundamentales	601	
Respuestas a las preguntas	554			
Soluciones a los problemas	555			
Capítulo 3				
Respuestas a las preguntas	557			
Soluciones a los problemas	558			
Capítulo 4				
Respuestas a las preguntas	559			
Soluciones a los problemas	560			
Capítulo 5				
Respuestas a las preguntas	563			
Soluciones a los problemas	564			