

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	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	Parte II: Análisis y planificación financiera	
Finanzas corporativas y administración financiera	5	Capítulo 2: Panorámica de los estados financieros, los impuestos y el flujo de efectivo ..	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 suscripto	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
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
 Diferencias entre las opciones reales y las
 opciones financieras 282
 Resumen 283
 Preguntas 283
 Problemas 284
 Referencias bibliográficas 285

**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 (*payback*) 290
 Desventajas del *payback* 290
 3. Período de recuero descontado
 (*discounted payback*) 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

La estructura temporal de la tasa de interés 308
 Multiplicidad o ausencia de TIR 308
 8. La tasa interna de retorno modificada (TIRM) . 311
 El método de la anualidad equivalente 315
 9. Cálculo del VAN y de la TIR con flujos
 no periódicos 316
 Resumen 318
 Preguntas 318
 Problemas 319
 Referencias bibliográficas 321

**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 *free cash flow* del proyecto 331
 El *equity cash flow* 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 <i>wacc 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	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
Capítulo 15: Creación de valor con las decisiones financieras	459	Parte VI: Planificación y administración financiera de corto plazo	
Introducción	459	Capítulo 16: El punto de equilibrio económico y financiero en la empresa	495
1. Medidas equivocadas del desempeño de la compañía	460	Introducción	495
Mito número uno: aumentar las ganancias siempre es bueno	460	1. El punto de equilibrio económico	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	2. El punto de equilibrio financiero	505
2. Crear valor con las decisiones financieras	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	3. La palanca operativa y la palanca financiera	508
Crear valor con las decisiones de desinversión: <i>fit</i> y <i>focus</i>	474	El <i>leverage</i> operativo y el riesgo económico	508
3. Medidas de creación de valor: el EVA®	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®	481	Referencias bibliográficas	517
Algunas precauciones en la aplicación de EVA®	484		
El valor de mercado agregado o MVA	485	Capítulo 17: Política y administración financiera de corto plazo	519
4. ¿La política de dividendos puede crear valor?	487	Introducción	519
Las ventajas de pagar dividendos bajos	488	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			