

INDICE

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

Estado de evolución del patrimonio neto	33
El capital de trabajo	35
3. El estado del flujo de efectivo	36
4. ¿Los balances representan la realidad financiera de la empresa?	37
Los estados financieros contienen información histórica.	37
La clave es saber “leer” los estados financieros	41
La cosmética y la contabilidad “creativa”	42
5. Impuestos	43
Tax planning	43
Tasa promedio y tasa marginal en el impuesto de sociedades	
Traslado de quebrantos	46
Diferencias entre el balance contable y el balance fiscal	46
Impuestos diferidos	47
Impuestos sobre los activos de las empresas y los patrimonios de las personas	47
Resumen	48
Preguntas	48
Referencias bibliográficas	51
Capítulo 3. Análisis financiero	53
Introducción	53
1. Análisis vertical	54
2. Análisis horizontal	57
3. Índices financieros	59
Índices de liquidez	59
Índices de endeudamiento	61
Índices de actividad	64
Índices de rentabilidad	67
Índices de valor de mercado	71
Índices un punto de referencia	73
4. Alcances y limitaciones de los ratios financieros	75
El análisis financiero en la pequeña empresa y los procedimientos ad hoc	76
Resumen	77
Preguntas	78
Problemas	78
Referencias bibliográficas	81
Capítulo 4: Planificación financiera de largo plazo	83
Introducción	83
1. El horizonte del planeamiento	84
Requisitos de un buen planeamiento	85
2. La proyección de los estados financieros: consultoría y administración financiera	86
El cash flow indirecto	86
Conceptos que representan ingresos y egresos de fondos en el modelo indirecto	87
Dinámica del cash flow de la firma: de la contabilidad al flujo de efectivo	89
El cash flow directo	91
3. Pasos para elaborar la proyección del desempeño	92

El arte y la ciencia económica en la proyección de los estados financieros	93
El estado de resultados primeros	94
Proyección de los rubros del estado financiero: costos operativos y costos financieros	97
Proyección de los rubros del balance	98
Proyección del flujo de efectivo de una compañía	100
Caso de aplicación real: el flujo de efectivo de molinos Río de la plata	105
Dos precauciones para la proyección del desempeño	106
4. Diferentes medidas del flujo defectivo	106
Free cash flow	107
Capital cash flow	107
Equily cash flow	107
El cash Fol. "contable"	108
Resumen	109
Preguntas	110
Problemas	111
Referencias bibliográficas	115
Parte III: El valor en finanzas y la fijación de precios de activos	
Capítulo 5: El valor tiempo del dinero	117
Introducción	117
1. Concepto y unción del valor futuro	118
2. Concepto y función del valor actual	119
3. Tasas de interés	120
Tasa nominal y tasa proporcional	120
La tasa efectiva	121
La tasa equivalente	123
El cálculo financiero en un contexto inflacionario: la tasa de interés real	124
La tasa de descuento	125
Tasa de interés vencida equivalente a la tasa de descuento	126
4. Calcular el valor de un flujo de efectivo	126
Valor actual de una corriente temporada de pagos fijos	127
Valor actual de una corriente de pagos perpetua	131
Valuación de un corriente perpetua con crecimiento	134
Valor final una corriente de pagos temporaria (imposición)	135
Resumen	137
Preguntas	138
Problemas	138
Referencias bibliográficas	140
Capítulo 6: Valuación de acciones y obligaciones	141
Introducción	141
1. Valor de los activos en un mercado eficiente: la parábola revisada	142
2. Valuación y rendimiento de la inversión en obligaciones	142
Conceptos fundamentales de la valuación de bonos	143
Valuación de un bono con pago del principal al vencimiento	145
Medidas de rendimiento de la inversión en bonos	147
Concepto de rendimiento al vencimiento (yield to maturity)	147
Rendimiento corriente	148

Evolución del precio	150
Bonos comprados en períodos intermedios de renta	152
Ejemplo de aplicación real: costo de una obligación negociable	154
La estructura temporal de la tasa de interés	155
Riesgos asociados a la inversión en bonos	157
3. Valuaciones y rendimiento de la inversión en acciones	160
Valuación de acciones en base a los dividendos esperados sin crecimientos	160
Rendimiento de la inversión en acciones	162
Valuaciones de acciones con crecimiento constante	163
Estimación de la tasa de crecimiento	165
Valuación de acciones con frases de crecimiento variable	167
Valuaciones de acciones preferidas	170
Valuación de acciones a partir de price - eaming	170
4. Determinantes del costo de oportunidad del dinero	173
Riesgo	174
Inflación esperada	174
Impuestos	174
Vencimiento	175
Resumen	175
Preguntas	175
Problemas	176
Referencias bibliográficas	178
Capítulo 7: Riesgo y rentabilidad	179
Introducción	179
1. Mediadas alternativas de los rendimientos	180
Rendimiento en efectivo	180
Rendimientos porcentuales	181
Las evidencias: historia del mercado de capitales eficiente	181
Primas por riesgo	183
La hipótesis de la eficiencia del mercado de capital	188
Rendimientos futuros esperados y medias de dispersión	189
2. el portafolio o cartera de inversiones	191
La covarianza	191
El coeficiente de correlación	193
Riesgos y rendimientos en el contexto de portafolios	195
El rendimiento esperado de un portafolio	195
El cálculo del riesgos del portafolio	196
Portafolios eficientes	200
El teorema de la separación y la línea de mercados capitales	200
Límites a los beneficios de la diversificación: riesgo no sistemático y riesgo sistemático	202
3. El riesgo de mercado de la acción y su contribución al riesgo del portafolio	205
La medición del riesgo sistemático y el coeficiente beta	206
Rentabilidad y riesgo. Ideas fundamentales	209
La construcción de portafolios en la práctica	210
Resumen	212
Preguntas	212

Problemas	214
Referencias bibliográficas	216
Capítulo 8: Modelos de valuación de activos de capital	217
Introducción	217
1. El modelo de valuación reactivos de capital (CAPM)	218
Relación entre la línea de mercado de capitales y la del mercado de títulos	221
Utilización de CAPM para estimar el rendimiento esperado	221
Test empírico del CAMP	223
2. El CAMP e los países emergentes y en compañías de de capital cerrado	224
La tasa libre de riesgo	225
El riesgo país	226
La prima de riesgo de mercado	234
El coeficiente beta: el enfoque de beta comparable	239
3. El modelo de valuación por arbitraje	245
APM versus CAPM	247
Resumen	247
Preguntas	248
Problemas	249
Referencias bibliográficas	251
Capítulo 9. Opciones financieras y opciones reales	253
Introducción	253
1. Principales tipos de opciones	254
Opciones de compra	255
Opciones de venta	256
2. Factores que determinan el precio de una opción	258
El valor de la acción	258
El precio de ejercicio	258
La volatilidad	258
El tiempo de vida de la opción	259
La tasa de interés libre de riesgo	259
Los dividendos	260
3. Ejercicios de la opción antes de su vencimiento	261
Opciones de compra que no distribuye dividendos	261
Opciones de ventas que no distribuyen dividendos	263
El efecto de los dividendos	263
La paridad put – call en las opciones europeas	263
Aplicaciones de la paridad put – call en las finanzas	264
4. Valuación de opciones	265
Límite mínimo y máximo para una opción de compra que no distribuye dividendos	265
Compra que no distribuye dividendos	267
Cálculo de valor de la opción de venta que no distribuye dividendos	267
El atajo de las probabilidades neutras ponderadas	271
Diferencias entre la valuación de la opción americana y la Europa	274
5. Las opciones en las finanzas corporativas	277
Opciones en las decisiones de inversión	278
Las acciones como una opción sobre los activos	280

Diferencias entre las opciones reales y las opciones financieros	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 recupero (payback)	290
Desventajas del payback	290
3. Período de recupero descontado (discounted)	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 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 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
Multiplicado o ausencia de TIR	308
8. La tasa interna de retorno modificada (TIRM)	311
El método de la anualidad equivalente	315
9. Cálculo de VAN y de la TIR con flujos no periódicas	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 equito 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. Valorar 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 valorar 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
Introducción	361
1. El costo del capital, el costo marginal y el costo promedio ponderado	362
2. Determinar la proporción de cada componente	363
3. Costo de los distintos componente de cada capital	364
Costo de la deuda de las acciones preferidas	364
Costo de capital propio interno y externo	368
4. El costo promedio ponderado del capital (WACC)	373
Resumen	382
Preguntas	383
Problemas	384
Referencias bibliográficas	385
Parte V: Estructura de capital y política de dividendos	
Capítulo 13: Teoría de la estructura de capital	387
Introducción	387
1. Conceptos Básicos	388
La visión ingenua del apalancamiento financiero	389
El análisis EBIT - EPS	390
2. La tesis de Modigliani – Millar	392
Proporción I: el valor de la firma	394
Proporción II: el rendimiento esperado de las acciones	396
Proporción III: regla para la decisiones de inversión	399
La “visión tradicional” de la estructura de capital	401
3. El efecto de los impuestos en la estructura de capital	402
El valor del ahorro fiscal	404
Costo de capital ajustado por impuestos	407
El efecto de los impuestos personales	408
4. Los costos de la insolvencia financiera	412
Costos directos e indirectos de las dificultades financieras	412
El problema del incentivo adverso y el juego de la deuda	414
5. La estructura de capital óptima: Beneficios fiscales versus dificultades financieras	415
6. La teoría de la información asimétrica	416

Resumen	417
Preguntas	418
Problemas	419
Referencias bibliográficas	420
Capítulo 14: la estructura del capital en la práctica	423
Introducción	423
1. El CAPM combinado con las proposiciones de MM con impuestos	424
Desapalancamiento y reapalancamiento del coeficiente beta	425
2. Métodos de valuación por descuento de flujos	426
Integración de la información financiera con la información del mercado de capitales	426
Método del equito cash flow o del valor de las acciones	429
Método del free cash flow	429
Método del capital cash flow	430
Método del valor presente ajustado (APV)	430
Prueba de equivalencia de los cuatro métodos	430
Diferencias entre los distintos métodos	431
El WACC approach en la estructura de capital	432
3. Estimación de los costos de insolvencia financiera	435
Indicadores de solvencia financiera	436
Cobertura y calificación del riesgo: evidencia empírica	439
4. Un modelo para la estructura de Capital Óptima (ECO)	439
¿Es aplicable una teoría de trade – off 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	459
Introducción	459
1. Medidas equivocadas de 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: cash flow positivo es felicidad	467
Mito número seis: el ratio precio – ganancia (price earnig)	468
Mito número siete: rendimiento versus plazo de cobranza	468
Intercambio entre los rendimientos de corto y largo plazo	469
2. Crear valor 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: fit y focus	474
3. Medidas de creación de valor: el EVA	475
El capital invertido	476
El NOPAT	477
El retorno sobre el capital (ROIC)	479

Valuación de la firma con el método de free cash flow	480
Medir la creación valor con EVA	481
Algunas precauciones en la aplicación	484
El valor del 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	495
Introducción	495
1. El punto de equilibrio económico	496
El PEE y el sistema de costo 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 estrategias 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 leverage financiero y el riesgo financiero	511
El leverage combinado	514
Resumen	515
Preguntas	515
Problemas	516
Referencias bibliográficas	517
Capítulo 17: Política y administración financiera de corto plazo	519
Introducción	519
1. Políticas para la administración del capital de trabajo	520
Políticas para el financiamiento de los activos corrientes	521
El ciclo operativo y el ciclo dinero – mercancías – dinero	524
Escenarios económicos y política del capital de trabajo	526
Ventajas y desventajas del financiamiento de corto plazo	528
2. Administrativos de activos de corto plazo	528
Administración del efectivo	528
La teoría de la demanda de dinero para transacciones	529
Administración de cuentas a cobrar	533
Administración de inventarios	538
3. Administración de la deuda de corto plazo	543
Crédito comercial	543
Posición neta de crédito comercial	544

Crédito bancario de corto plazo	544
Resumen	547
Preguntas	548
Problemas	548
Referencias bibliográficas	550
Apéndices A: Distribución nominal acumulativa	551
Apéndice B: Respuestas y soluciones	553
Capítulo 1	553
Respuestas a las preguntas	
Capítulo 2	554
Respuestas a las preguntas	
Soluciones a los problemas	555
Capítulo 3.	557
Respuestas a las preguntas	
Soluciones a los problemas	558
Capítulo 4.	559
Respuestas a las preguntas	
Soluciones a los problemas	560
Capítulo 5.	563
Respuestas a las preguntas	
Soluciones a los problemas	564
Capítulo 6.	566
Respuestas a las preguntas	
Soluciones a los problemas	567
Capítulo 7.	569
Respuestas a las preguntas	
Soluciones a los problemas	570
Capítulo 8.	572
Respuestas a las preguntas	
Soluciones a los problemas	573
Capítulo 9.	576
Respuestas a las preguntas	
Soluciones a los problemas	576
Capítulo 10.	579
Respuestas a las preguntas	
Soluciones a los problemas	580
Capítulo 11.	581
Respuestas a las preguntas	
Soluciones a los problemas	582
Capítulo 12.	585
Respuestas a las preguntas	
Soluciones a los problemas	586
Capítulo 13.	587
Respuestas a las preguntas	
Soluciones a los problemas	589
Capítulo 14.	590
Respuestas a las preguntas	
Soluciones a los problemas	590

Capítulo 15.	593
Respuestas a las preguntas	
Soluciones a los problemas	593
Capítulo 16.	595
Respuestas a las preguntas	
Soluciones a los problemas	596
Capítulo 17.	597
Respuestas a las preguntas	
Soluciones a los problemas	598
Apéndice C: Términos fundamentales	601