

# Índice

Reconocimientos .....	XXI	9. Las finanzas y la ciencia económica: principios y leyes .....	15
Acerca de este libro .....	XXVII	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> .....			
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	<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> .....	
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	Los rubros "otros ingresos" y "otros egresos" .....	28
La visión del conjunto de contratos .....	9	2. El balance .....	29
5. Funciones y objetivos de la gerencia financiera .....	9	El activo .....	30
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



la tasa de interés real .....	131	Valuación de acciones sobre la base de los dividendos esperados sin crecimiento .....	166
La tasa de descuento comercial .....	131	Rendimientos de la inversión en acciones .....	168
Tasa de interés vencida equivalente a la tasa de descuento comercial .....	132	Valuación de acciones con crecimiento constante .....	169
<b>4. Calcular el valor de un flujo de efectivo .....</b>	<b>132</b>	Estimación de la tasa de crecimiento .....	171
Valor actual de una corriente temporal de pagos fijos .....	133	Valuación de acciones con fases de crecimiento variable .....	173
Valor actual de una corriente de pagos perpetua .....	137	Valuación de acciones preferidas .....	176
Análisis de sensibilidad con Excel .....	139	Valuación de acciones a partir del <i>price-earning</i> .....	176
Valuación de una perpetuidad con crecimiento .....	140	<b>4. Determinantes del costo de oportunidad del dinero .....</b>	<b>179</b>
Valor final de una corriente de pagos temporal (imposición) .....	141	Riesgo .....	180
Resumen .....	143	Inflación esperada .....	180
Preguntas .....	144	Impuestos .....	180
Problemas .....	144	Vencimiento y estructura temporal de la tasa de interés .....	181
<b>Capítulo 6: Valuación de acciones y obligaciones .....</b>	<b>147</b>	Resumen .....	181
Introducción .....	147	Preguntas .....	181
<b>1. Valor de los activos en un mercado eficiente: la parábola revisada .....</b>	<b>148</b>	Problemas .....	182
<b>2. Valuación y rendimiento de la inversión en obligaciones .....</b>	<b>148</b>	<b>Capítulo 7: Riesgo y rentabilidad .....</b>	<b>185</b>
Conceptos fundamentales de la valuación de bonos .....	149	Introducción .....	185
Valuación de un bono con pago del principal al vencimiento .....	151	<b>1. ¿La Bolsa recompensa a los inversores? Rendimientos en Estados Unidos, Latinoamérica y la metáfora del casino al revés .....</b>	<b>186</b>
Medidas de rendimiento de la inversión en bonos .....	153	Rendimientos en Estados Unidos: 1925-2008 .....	186
Concepto de rendimiento al vencimiento ( <i>yield to maturity</i> ) .....	153	Rendimientos en Latinoamérica: 1989-2008 .....	188
Rendimiento corriente .....	154	La prima por el riesgo de mercado ( <i>Market Risk Premium</i> ) .....	191
Evolución del precio .....	156	<b>2. Repaso de las categorías de estadística utilizadas en Finanzas .....</b>	<b>192</b>
Bonos comprados en periodos intermedios de renta .....	158	La distribución normal .....	192
Ejemplo de aplicación real: costo efectivo de una obligación negociable .....	160	La media y la media ponderada .....	194
La estructura temporal de la tasa de interés .....	161	Medidas de dispersión: la varianza y el desvío estándar .....	194
Riesgos asociados a la inversión en bonos .....	163	La covarianza y el coeficiente de correlación .....	202
<b>3. Valuación y rendimiento de la inversión en acciones .....</b>	<b>166</b>	<b>3. El portafolio o cartera de inversiones .....</b>	<b>205</b>
		¿Qué es el rendimiento esperado de un portafolio? .....	205
		Estimación del riesgo del portafolio .....	206
		Portafolios eficientes .....	210
		El teorema de la separación y la línea del mercado de capitales .....	211

Límites a los beneficios de la diversificación: riesgo no sistemático y riesgo sistemático .....	217	<b>Capítulo 9: Opciones financieras y opciones reales</b> .....	269
<b>4. El riesgo de mercado de la acción y su contribución al riesgo del portafolio</b> .....	221	Introducción .....	269
Medición del riesgo sistemático: el coeficiente Beta .....	221	<b>1. Principales tipos de opciones</b> .....	270
Estimación de los Betas con Excel .....	223	Opciones de compra .....	271
Rentabilidad y riesgo. Ideas fundamentales .....	226	Opciones de venta .....	272
Resumen .....	227	<b>2. Factores que determinan el precio de una opción</b> .....	274
Preguntas .....	228	El valor de la acción .....	274
Problemas .....	230	El precio de ejercicio .....	274
<b>Capítulo 8: Modelos de valuación de activos de capital</b> .....	233	La volatilidad .....	274
Introducción .....	233	El tiempo de vida de la opción .....	275
<b>1. La hipótesis de la eficiencia del mercado de capital</b> .....	234	La tasa de interés libre de riesgo .....	275
<b>2. El modelo de valuación de activos de capital (CAPM)</b> .....	235	Los dividendos .....	276
La línea del mercado de títulos (SML) .....	236	<b>3. Ejercicio de la opción antes de su vencimiento</b> .....	277
¿Qué ocurre si alguna acción no se ubicara sobre la línea del mercado de títulos? .....	237	Opciones de compra que no distribuyen dividendos .....	277
Relación entre la SML y la CML .....	238	Opciones de venta que no distribuyen dividendos .....	279
La CML y la SML se transforman en una sola función .....	239	El efecto de los dividendos .....	279
Test empíricos del CAPM .....	239	La paridad <i>put-call</i> en las opciones europeas .....	280
Utilización del CAPM para estimar el rendimiento esperado .....	241	Aplicaciones de la paridad <i>put-call</i> en las Finanzas .....	280
<b>3. El costo de capital en mercados emergentes</b> .....	242	<b>4. Valuación de opciones</b> .....	281
La tasa libre de riesgo .....	242	Límite mínimo y máximo para una opción de compra que no distribuye dividendos .....	281
La prima por el riesgo de mercado .....	243	Límite mínimo y máximo para una opción de venta que no distribuye dividendos .....	283
El coeficiente Beta en los mercados emergentes .....	245	Cálculo del valor de la opción a partir del método binomial .....	284
El coeficiente Beta cuando no hay valores de mercado .....	248	El atajo de las probabilidades neutras ponderadas .....	287
La utilización del CAPM en aquellos países sin mercados de capitales desarrollados plantea las siguientes complicaciones: .....	248	Diferencias entre la valuación de la opción americana y la europea .....	291
El riesgo país .....	253	<b>5. Las opciones en las Finanzas Corporativas</b> .....	299
<b>4. El modelo de valuación por arbitraje</b> .....	262	Opciones en las decisiones de inversión .....	300
Resumen .....	264	Las acciones como una opción sobre los activos .....	303
Preguntas .....	265	Diferencias entre las opciones reales y las opciones financieras .....	305
Problemas .....	266	Resumen .....	305

Preguntas .....	306	Resumen .....	339
Problemas .....	306	Preguntas .....	340
		Problemas .....	341
<b>Parte IV: Presupuesto de capital y decisiones de inversión</b>			
<b>Capítulo 10: Técnicas de evaluación de proyectos de inversión</b> .....	309	<b>Capítulo 11. Planificación, análisis del riesgo y opciones reales del proyecto</b> .....	345
Introducción .....	309	Introducción .....	345
1. La tasa de ganancia contable .....	310	1. Detalles en la planificación del flujo de efectivo del proyecto .....	346
2. El período de recuero ( <i>payback</i> ) .....	312	Los flujos de efectivo incrementales .....	347
Desventajas del <i>payback</i> .....	312	El horizonte de tiempo del proyecto: valor de la continuidad y valor de la liquidación .....	350
3. Período de recuero descontado ( <i>discounted payback</i> ) .....	313	La inflación .....	352
4. El valor actual neto ( <i>vaw</i> ) .....	314	El <i>free cash flow</i> del proyecto .....	353
Cómo debe interpretarse el <i>vaw</i> .....	315	El <i>equity cash flow</i> .....	354
¿Qué ocurre cuando el <i>vaw</i> es igual o muy próximo a cero? .....	316	Auditoría del proyecto .....	354
¿Qué dice el <i>vaw</i> sobre los flujos de efectivo que proporciona el proyecto? .....	317	2. Análisis del riesgo del proyecto .....	355
5. La tasa interna de retorno ( <i>tir</i> ) .....	318	Primer paso: análisis de sensibilidad .....	358
El supuesto de la reinversión de fondos .....	319	Segundo paso: análisis de escenarios .....	360
Cómo calcular la <i>tir</i> sin ayuda de calculadoras financieras .....	320	Tercer paso: la simulación y el método de Monte Carlo .....	366
Proyectos "convencionales" o simples: cuando el <i>vaw</i> y la <i>tir</i> coinciden .....	322	3. Valorar la flexibilidad: opciones reales en proyectos de inversión .....	375
Diferencias y analogías entre el <i>vaw</i> y la <i>tir</i> .....	323	Valuación de la opción de expansión .....	375
6. El índice de rentabilidad o relación costo-beneficio .....	323	Valuación de la opción de abandono .....	377
7. Algunos inconvenientes de las técnicas de presupuesto de capital .....	324	Valuación de la opción de contracción .....	378
a) Proyectos mutuamente excluyentes .....	324	Cómo valorar la combinación de opciones .....	379
b) Proyectos de endeudamiento .....	329	Resumen .....	382
c) La estructura temporal de la tasa de interés .....	330	Preguntas .....	382
d) Multiplicidad o ausencia de <i>tir</i> .....	330	Problemas .....	382
e) La reinversión de fondos y la <i>tir</i> modificada ( <i>tir<sub>m</sub></i> ) .....	332	Apéndice .....	385
El método de la anualidad equivalente .....	337	Prueba del Teorema Central del Límite con el lanzamiento de un dado .....	388
8. Cálculo del <i>vaw</i> y de la <i>tir</i> con flujos no periódicos .....	338	<b>Capítulo 12: Costo de capital</b> .....	391
		Introducción .....	391
		1. El costo de capital, el costo marginal y el costo promedio ponderado .....	392
		2. Determinar la proporción de cada componente .....	393

3. Costo de los distintos componentes de cada tipo específico de capital .....	394		
Costo de la deuda y de las acciones preferidas .....	394		
Costo de capital propio interno y externo .....	398		
4. El costo promedio ponderado del capital (WACC) .....	403		
Resumen .....	412		
Preguntas .....	413		
Problemas .....	414		
<b>Parte V: Estructura de capital y política de dividendos</b>			
<b>Capítulo 13: Teoría de la estructura de capital</b> .....	417		
Introducción .....	417		
1. Conceptos básicos .....	418		
La visión ingenua del apalancamiento financiero .....	419		
El análisis EBIT-EPS .....	420		
2. La tesis de Modigliani-Miller .....	422		
Proposición I: el valor de la firma .....	424		
Proposición II: el rendimiento esperado de las acciones .....	426		
Proposición III: regla para las decisiones de inversión .....	429		
La "visión tradicional" de la estructura de capital .....	431		
3. El efecto de los impuestos en la estructura de capital .....	432		
El valor del ahorro fiscal .....	434		
Costo de capital ajustado por impuestos .....	437		
El efecto de los impuestos personales .....	438		
4. Los costos de la insolvencia financiera .....	442		
Costos directos e indirectos de las dificultades financieras .....	442		
El problema del incentivo adverso y el juego de la deuda .....	444		
5. La estructura de capital óptima: beneficios fiscales versus dificultades financieras .....	445		
6. La teoría de la información asimétrica .....	446		
Resumen .....	447		
Preguntas .....	448		
Problemas .....	449		
			<b>Capítulo 14: La estructura de capital en la práctica</b> .....
			451
			Introducción .....
			451
			1. El CAPM combinado con las proposiciones de MM con impuestos .....
			452
			Desapalancamiento y reapalancamiento del coeficiente Beta .....
			453
			2. Métodos de valuación por descuento de flujos .....
			454
			Integración de la información financiera con la información del mercado de capitales .....
			454
			Método del <i>equity cash flow</i> o del valor de las acciones .....
			457
			Método del <i>free cash flow</i> .....
			457
			Método del <i>capital cash flow</i> .....
			458
			Método del valor presente ajustado (APV) .....
			458
			Prueba de equivalencia de los cuatro métodos .....
			458
			Diferencias entre los distintos métodos .....
			459
			El <i>wacc approach</i> en la estructura de capital .....
			460
			3. Estimación de los costos de insolvencia financiera .....
			463
			Indicadores de solvencia financiera .....
			464
			Cobertura y calificación del riesgo: evidencia empírica .....
			467
			4. Un modelo para la Estructura de Capital Óptima (eco) .....
			467
			Obtención del valor de las dificultades financieras .....
			473
			¿Es aplicable una teoría de <i>trade-off</i> en las sociedades de capital cerrado? .....
			476
			5. Otros puntos de referencia en la estructura de capital .....
			477
			Resumen .....
			481
			Preguntas .....
			483
			Problemas .....
			483
			<b>Capítulo 15: Creación de valor con las decisiones financieras</b> .....
			487
			Introducción .....
			487
			1. Medidas equivocadas del desempeño de la compañía .....
			488
			Mito número uno: aumentar las ganancias siempre es bueno .....
			488

Mito número dos: aumentar el ROE .....	490	Margen de seguridad .....	527
Mito número tres: la deuda barata .....	490	Supuestos del punto de equilibrio económico .....	528
Mito número cuatro: el crecimiento .....	491	Punto de equilibrio económico más utilidad deseada .....	530
Mito número cinco: <i>cash flow</i> positivo es felicidad .....	495	Cambios en el punto de equilibrio .....	531
Mito número seis: el ratio precio-ganancia ( <i>price earning</i> ) .....	496	El punto de equilibrio económico y la estrategia de precios .....	533
Mito número siete: rendimiento <i>versus</i> plazo de cobranza .....	496	<b>2. El punto de equilibrio financiero</b> .....	533
Intercambio entre los rendimientos de corto y largo plazo .....	497	Punto de equilibrio del flujo de efectivo .....	533
<b>2. Crear valor con las decisiones financieras</b> .....	498	Comparación entre los puntos de equilibrio económico, financiero y de efectivo .....	534
Crear valor con las decisiones de inversión .....	498	<b>3. La palanca operativa y la palanca financiera</b> .....	536
Crear valor con las decisiones de financiamiento .....	500	El <i>leverage</i> operativo y el riesgo económico .....	536
Crear valor con las decisiones de desinversión: <i>fit</i> y <i>focus</i> .....	502	El <i>leverage</i> financiero y el riesgo financiero .....	539
<b>3. Medidas de creación de valor: el EVA®</b> .....	503	El <i>leverage</i> combinado .....	542
El capital invertido .....	504	Resumen .....	543
El NOPAT .....	505	Preguntas .....	543
El retorno sobre el capital invertido (ROIC) .....	507	Problemas .....	544
Valuación de la firma con el método del <i>free cash flow</i> .....	508	<b>Capítulo 17: Política y administración financiera de corto plazo</b> .....	547
Medir la creación de valor con EVA® .....	509	Introducción .....	547
Algunas precauciones en la aplicación de EVA® .....	512	<b>1. Políticas para la administración del capital de trabajo</b> .....	548
El valor de mercado agregado o MVA ( <i>market value added</i> ) .....	513	Políticas para el financiamiento de los activos corrientes .....	549
<b>4. ¿La política de dividendos puede crear valor?</b> .....	515	El ciclo operativo y el ciclo dinero-mercancías-dinero .....	552
Las ventajas de pagar dividendos bajos .....	516	Escenarios económicos y política del capital de trabajo .....	554
Las ventajas de pagar dividendos altos .....	517	Ventajas y desventajas del financiamiento de corto plazo .....	556
Contenido informativo de los dividendos .....	517	<b>2. Administración de activos de corto plazo</b> .....	556
Resumen .....	518	Administración del efectivo .....	556
Preguntas .....	519	La teoría de la demanda de dinero para transacciones .....	557
Problemas .....	519	Administración de cuentas por cobrar .....	561
<b>Parte VI: Planificación y administración financiera de corto plazo</b>		Administración de inventarios .....	566
<b>Capítulo 16: El punto de equilibrio económico y financiero en la empresa</b> .....	523	<b>3. Administración de la deuda de corto plazo</b> .....	571
Introducción .....	523	Crédito comercial .....	571
<b>1. El punto de equilibrio económico</b> .....	524	Posición neta de crédito comercial .....	572
El PEE y el sistema de costeo directo .....	525	Crédito bancario de corto plazo .....	572



Resumen .....	575	Teoría de la paridad de las tasas de interés (FPI) .....	616
Preguntas .....	576	Teoría del tipo de cambio futuro esperado .....	617
Problemas .....	576	Teoría de la paridad relativa del poder adquisitivo .....	620
<b>Parte VII: Tópicos especiales de las Finanzas</b>			
<b>Capítulo 18: Fusiones y adquisiciones</b> .....			
Introducción .....	579	El efecto de Fisher internacional .....	623
1. Fusiones, Adquisiciones y Consolidaciones .....	580	Cómo las paridades ayudan a pensar al directivo financiero .....	625
Formas de adquisición .....	582	¿Financiamiento en moneda local o extranjera? .....	625
Takeovers privados .....	585	Cómo cubren las empresas el riesgo cambiario .....	627
Cómo se define el valor de la adquisición .....	586	Resumen .....	628
¿Cuánto se paga por el control? .....	587	Preguntas .....	628
2. Motivos de las fusiones .....	589	Problemas .....	629
Motivos válidos: sinergias, sinergias, sinergias... ..	589	<b>Capítulo 20: Valuación de empresas en mercados emergentes</b> .....	
Motivos discutibles .....	595	Introducción .....	631
3. Estrategias de ataque y defensa en las fusiones .....	599	1. Aspectos particulares de la valuación en mercados emergentes .....	632
¿Tienen éxito las fusiones? .....	601	Marco general de la valuación .....	633
Resumen .....	602	¿Cómo estimar el costo del capital del accionista cuando no hay valores de mercado? El problema de la circularidad .....	645
Preguntas .....	602	2. Valuación de un caso real .....	652
Problemas .....	603	Análisis del desempeño histórico .....	652
<b>Capítulo 19: Globalización financiera y Finanzas internacionales</b> .....			
Introducción .....	605	Conversión del flujo de fondos a moneda extranjera .....	655
La conexión financiera: globalización y mercados de capitales .....	606	Estimación del "valor justo" de la compañía con las operaciones actuales .....	658
El rol de la reserva federal de Estados Unidos .....	606	Estimación del "valor justo" de la compañía modificando la estructura de capital .....	658
Globalización y mercados emergentes: efectos tequila, dragón, vodka, samba y tango .....	609	Valor de los activos no operativos menos el valor de las deudas no operativas .....	659
El riesgo país, el ciclo económico y los valores de los activos en los países emergentes .....	610	Primas por tamaño, control y descuento por liquidez .....	659
El mercado de divisas .....	611	Chequeo del valor justo con múltiplos comparables .....	660
Tipos de cambio de contado .....	612	Alcances y limitaciones de los múltiplos .....	662
El tipo de cambio real .....	613	¿Múltiplos o flujo de fondos descontado? .....	664
Las relaciones de paridad: tasa de interés, inflación y tipo de cambio .....	615	Resumen .....	665
		Preguntas .....	665
		Problemas .....	667
		<b>Apéndice A: Distribución nominal acumulativa</b> .....	
			669



<b>Apéndice B: Respuestas y soluciones</b> .....	671	<b>Capítulo 12</b>	
<b>Capítulo 1</b>		Respuestas a las preguntas .....	705
Respuestas a las preguntas .....	671	Soluciones a los problemas .....	706
<b>Capítulo 2</b>		<b>Capítulo 13</b>	
Respuestas a las preguntas .....	672	Respuestas a las preguntas .....	707
Soluciones a los problemas .....	673	Soluciones a los problemas .....	709
<b>Capítulo 3</b>		<b>Capítulo 14</b>	
Respuestas a las preguntas .....	675	Respuestas a las preguntas .....	710
Soluciones a los problemas .....	676	Soluciones a los problemas .....	710
<b>Capítulo 4</b>		<b>Capítulo 15</b>	
Respuestas a las preguntas .....	677	Respuestas a las preguntas .....	713
Soluciones a los problemas .....	678	Soluciones a los problemas .....	713
<b>Capítulo 5</b>		<b>Capítulo 16</b>	
Respuestas a las preguntas .....	681	Respuestas a las preguntas .....	715
Soluciones a los problemas .....	682	Soluciones a los problemas .....	716
<b>Capítulo 6</b>		<b>Capítulo 17</b>	
Respuestas a las preguntas .....	684	Respuestas a las preguntas .....	717
Soluciones a los problemas .....	685	Soluciones a los problemas .....	718
<b>Capítulo 7</b>		<b>Capítulo 18</b>	
Respuestas a las preguntas .....	687	Respuestas a las preguntas .....	721
Soluciones a los problemas .....	688	Soluciones a los problemas .....	722
<b>Capítulo 8</b>		<b>Capítulo 19</b>	
Respuestas a las preguntas .....	690	Respuestas a las preguntas .....	723
Soluciones a los problemas .....	691	Soluciones a los problemas .....	724
<b>Capítulo 9</b>		<b>Capítulo 20</b>	
Respuestas a las preguntas .....	694	Respuestas a las preguntas .....	724
Soluciones a los problemas .....	694	Soluciones a los problemas .....	725
<b>Capítulo 10</b>		<b>Bibliografía</b> .....	727
Respuestas a las preguntas .....	697	<b>Índice analítico</b> .....	735
Soluciones a los problemas .....	698		
<b>Capítulo 11</b>			
Respuestas a las preguntas .....	701		
Soluciones a los problemas .....	702		