

Daniel Semyraz

Decisiones Financieras en la Empresa

2^A Edición

INVERSIONES y CRECIMIENTO
FONDO DE MANIOBRA y FUNCIONAMIENTO
COSTO DE CAPITAL y FINANCIAMIENTO
Utilidades y política de reparto

Osmar D. Buyatti
LIBRERIA EDITORIAL

CDD Daniel Semyraz
332.6 Decisiones Financieras en la Empresa
2a. ed. - Buenos Aires:
Osmar D. Buyatti - Librería Editorial, 2019.
p. 236; 22,5 x 15,5 cm.

ISBN 978-987-716-113-7

1. Administración Financiera. 2. Política de Inversiones.
I. Título

© 2019 by Osmar D. Buyatti

Viamonte 1509 (C1055ABC) Buenos Aires - Argentina

Tel:(fax) (54-11) 4371-2512/4812-5492/4811-6173

HTTP://www.osmarbuyatti.com

e-mail: libros@osmarbuyatti.com

Diseño de tapa: AIS

Composición y armado: Jonathan M. Lavaise - Andrés I. Silva

Edición: Agosto 2019

Hecho el depósito que marca la Ley 11.723

Reservado todos los derechos de la presente edición para todos los países. Este libro no se podrá reproducir total o parcialmente por ningún método gráfico, electrónico, mecánico o cualquier otro, incluyendo sistemas de fotocopia y duplicación, registro magnetofónico o de alimentación de datos, sin expreso consentimiento de la editorial. Su infracción esta penada por las leyes 11.723 y 25.446.

Tirada: 500 ejemplares

I.S.B.N. 978-987-716-113-7

IMPRESO EN ARGENTINA

PRINTED IN ARGENTINA

Se terminó de imprimir en el mes de agosto de 2019, en en **La Imprenta Ya**, Alferes Hipólito Bouchard 4381, Munro, Provincia de Buenos Aires.

DATOS DEL AUTOR

- Doctorando en Business Administration - DBA (Universidad Alta Dirección, Panamá).
- Magister en Dirección de Empresas - MBA (Universidad Católica de Córdoba, Argentina).
- Licenciado en Economía (Universidad Nacional de Córdoba, Argentina).
- Consultor de empresas. Titular de Estudio Semyraz.
- Profesor y consultor internacional en ADEN Business School.
- Docente de grado en Universidad Blas Pascal, Argentina.
- Docente de postgrado en Universidad Blas Pascal y Universidad Empresarial Siglo 21, Argentina.
- Profesor invitado en Hochschule Hof - University of Applied Sciences, Alemania.
- Autor del libro “Reingeniería Policial en Argentina”, Ed. EUDECOR, Argentina, 1999.
- Autor del libro “Preparación y Evaluación de Proyectos de Inversión”, Ed. Osmar Buyatti, Argentina, 2006.
- Autor del libro “Elaboración y Evaluación de Proyectos de Inversión”, Ed. Osmar Buyatti, Argentina, 2014.
- Autor del libro “Decisiones Financieras en la Empresa”, Ed. Osmar Buyatti, Argentina, 2016.
- Ha sido consultor del Banco Interamericano de Desarrollo (BID), la Organización de Estados Americanos (OEA) y el Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD).
- Ha desempeñado puestos directivos y gerenciales en diversas empresas.
- Ha sido Secretario de Economía de la Municipalidad de Córdoba, Argentina.
- Ha sido Director Ejecutivo del Programa Especial de Evaluación Económica y Social de Proyectos de la Provincia de Córdoba, Argentina.

RECONOCIMIENTOS

Este libro, como todos los libros, tiene su propia historia. Pero en este caso es muy breve y simple.

El comienzo fue hace pocos años atrás, cuando Alejandra Garbino y Ana Robles, directoras de las carreras de Administración y de Contador Público en la Universidad Blas Pascal (Córdoba, Argentina), me solicitaron que dicte la asignatura Administración Financiera. Un reemplazo de emergencia a pocos días de comenzar el dictado de clases no es un regalo esperado. Más sorprendente es que yo jamás había dictado esa materia antes, y ni siquiera la había cursado como alumno universitario. Pero si alguien diera una mirada a mi biblioteca se encontrará con un estante repleto con textos de la temática, ya que mi formación financiera proviene por inquietud propia y mi experiencia con las finanzas corporativas nunca fue académica, sino desde mi profesión como consultor de empresas. Una respuesta afirmativa al pedido de Alejandra y Ana fue el principio de la historia de este ejemplar.

Como es habitual que mi agenda tenga ocupada varias semanas para el dictado de capacitaciones empresariales en el exterior, la cátedra se debía completar con alguien que pudiera asegurar una regularidad en el dictado de la materia. Esa persona fue Pablo Reynoso, un joven y talentoso profesional, que recientemente se había graduado como Administrador de Empresas, aunque su pasión siempre fue por la rama financiera. El diálogo que permanentemente hemos tenido sobre la marcha de la materia siempre ha sido muy gratificante y constructivo.

Tras los primeros cuatrimestres en que dictamos la materia, fue surgiendo la inquietud que “había algo” que no estaba funcionando como sería esperable. Administración Financiera siempre ha sido una asignatura complicada para los estudiantes de ciencias económicas. Posiblemente ello se debe a que a mitad de la carrera se encuentran con una materia que abarca muchos contenidos distintos y requiere una comprensión sistemática, que permita integrar múltiples variables simultáneamente. Como los problemas que se plantean son cada vez

más complejos, en consecuencia requieren aplicar herramientas de resolución más complejas. Así comienzan a surgir los modelos financieros y se debe tener una mayor capacidad de abstracción, eso es un desafío muy fuerte para los alumnos. Además, la bibliografía no suele colaborar demasiado: son libros extensos, y la mayoría son traducciones de ejemplares que parecen escritos para grandes corporaciones que operan en economías avanzadas.

Las pláticas y los análisis que fuimos elaborando con Pablo, me permitieron ir desarrollando la idea que era necesario darle un cambio de enfoque a la materia. Había dos argumentos principales para plantear esa idea: primero, que al revisar los contenidos del programa surgió que el desarrollo temático seguía una secuencia poco comprensible, y segundo, que al analizar el desempeño de los alumnos se detectaba que los casos para la aplicación práctica eran escasos y confusos. Para el primer punto resultó oportuna mi experiencia como consultor de empresas: a los empresarios les interesa tomar las decisiones correctas en el momento oportuno, lo demás es superficial. Entonces había que poner el eje en el proceso de toma de decisiones financieras en la empresa. Para el segundo aspecto el aporte de Pablo fue fundamental: había que elaborar ejercicios y casos apropiados que permitieran integrar los aspectos conceptuales y prácticos del cambio de enfoque.

En conversaciones que mantenía con Andrés Silva, de la Editorial Buyatti, para la reimpresión de mi libro sobre Proyectos de Inversión, le comenté sobre esta visión. Y desde el primer momento me sugirió escribir un libro que tuviera como base esa idea de abordar las finanzas de empresas desde una perspectiva integral, con énfasis en la toma de decisiones, sosteniendo las exigencias técnicas, proporcionando muchas aplicaciones prácticas breves, haciéndolo de lectura accesible para profesionales y empresarios sin formación previa en finanzas, etc. Y permanentemente iba indagando sobre el avance de la obra y planteando fechas para la entrega de los borradores. Hay que reconocer que Andrés tiene una enorme capacidad para estimular a sus autores.

Y así llegamos al final de la historia de este libro. Sin perjuicio de que tal vez esté olvidando a alguien, han sido estas cuatro personas quienes han tenido un rol indispensable para que este libro sea una realidad. Alejandra y Ana me abrieron las puertas a esta temática y me alentaron a seguir adelante cuando les esboqué la necesidad de darle un nuevo enfoque a la materia más cercano a la problemática empresaria. Pablo me brindó sus ideas, analizó críticamente las mías y colaboró en el diseño de algunos casos prácticos. Andrés fue el aguijón que me animó a transformar estas ideas en un libro para compartir con los demás. A todos ellos mi más sincero agradecimiento. Los errores que quedan son de mi entera responsabilidad.

PRÓLOGO A LA SEGUNDA EDICIÓN

Realmente estoy muy contento con los resultados alcanzados con la primera edición de este libro. Quienes tuvieron oportunidad de recorrerlo han tenido unánimes comentarios elogiosos sobre la facilidad para leerlo y las ventajas de armonizar teoría y práctica en un texto de lectura ágil y amigable.

La necesidad de una reimpresión a tan solo dos años y medio de salir la primera versión a la calle es un síntoma de este agrado por parte de los lectores. Lo cual no deja de ser también sorprendente, ya que se trata de un material de estudio sobre finanzas empresariales.

Otro motivo de satisfacción es la solicitud de girar el enfoque hacia la problemática de los mercados emergentes. En la primera edición se hacía hincapié en la situación propia de Argentina, pero el alcance a nivel latinoamericano logrado en tan corto tiempo lleva a tener que replantear buena parte de los contenidos de los capítulos 4 (decisiones de financiamiento empresarial) y 6 (tópicos especiales de finanzas, en especial la primera parte del mismo que se refiere a la organización del sistema financiero).

La oportunidad de revisar nuevamente los originales de esta obra me ha posibilitado corregir algunas erratas que habían quedado en la versión previa y me permitieron actualizar aquellos datos estadísticos que son utilizados para explicar el proceso de determinación del costo de capital relevante en la empresa.

En definitiva, el lector encontrará ahora las mismas ventajas que antes (lectura amena, tratamiento afable de temas profundos, armonía de teoría y práctica), en un formato más pulido, actualizado y con un enfoque más amplio.

Quiero aprovechar que estas líneas me permiten dialogar directamente con usted, amigo lector, para contarle que cuando escribí el primer original de este libro comenzaba a cursar el Doctorado en Business Administration (DBA). En este momento en que procedo a cerrar la segunda edición, estoy dando los

retoques finales a mi trabajo de tesis doctoral. Precisamente mientras realizaba la última actividad práctica de la última materia que debía cursar en el marco del DBA tuve la ocasión de enfrentarme con un interrogante que deseo compartir con usted en los párrafos finales de este prefacio.

¿Qué objetivo tenemos en nuestra vida? La respuesta a este interrogante es (o, al menos, debería ser) la respuesta a TODOS nuestros interrogantes.

Desde un punto de vista individual, entiendo que el crecimiento personal es el mayor desafío que enfrentamos. Crecemos cuando estudiamos y nos formamos, cuando educamos y transmitimos conocimientos, cuando amamos y construimos una familia, etc. Desde esta óptica, crecer no es una visión materialista de la vida (no crecemos cuando adquirimos un nuevo coche o una casa, tal vez con ello solo incrementamos nuestro acervo de riquezas prosaicas). El crecimiento debe entenderse como una progresión en términos de valores y de nuestra relación y compromiso con los demás (simplemente cuando cedemos el paso a un peatón o ayudamos a cruzar la calle a una persona inválida, hemos crecido como personas).

Y si la respuesta al interrogante fundamental es, a su vez, la respuesta a todos los demás interrogantes que enfrentaremos en nuestra vida, entonces **crecer en base a valores éticos** es el camino a seguir.

Ahora bien ¿cómo trasladamos esa respuesta individual a una empresa? Tradicionalmente es reconocido que el objetivo de las finanzas corporativas es maximizar el valor de la empresa para sus propietarios. En este sentido, es importante reconocer que en la empresa, la conducta ética no es de la empresa, sino de quienes toman decisiones en la misma y establecen las pautas de conducta que sigue la organización. Ninguna empresa leerá este libro, pero seguramente sí lo harán sus dueños, sus gerentes y sus consultores. Resulta imperioso que ellos reconozcan que asumen una enorme responsabilidad. Y esa responsabilidad no consiste meramente en crear riqueza, sino en comprender la naturaleza de esa **respuesta única** que la empresa debe dar a todos sus interrogantes. Espero que en este libro encuentre algunas pistas para enfrentar el gran desafío de vislumbrar esa respuesta y ponerla en acción cotidianamente.

ÍNDICE

Datos del autor	7
Reconocimientos.....	9
Prólogo a la segunda edición	11
Prólogo a la primera edición	13

CAPÍTULO I FUNDAMENTOS DE ADMINISTRACIÓN FINANCIERA

Esquema general de temas a tratar en el capítulo 1	27
Toma de decisiones empresarias y ciencias económicas	29
Finanzas corporativas	32
Diferencias entre los enfoques contable y financiero	33
Criterios devengado y percibido.....	33
Flujo de fondos y estados contables.....	35
Importancia de los impuestos.....	36
Objetivos de la administración financiera.....	37
Conceptos básicos de finanzas: flujo de fondos, tasa de interés y valor	38
Valor Tiempo del Dinero (VTD)	38
Actualización: capitalización y descuento.....	40
Flujo de fondos descontado	42
Anualidades y perpetuidades	43
Valor actual de un activo.....	45
Valor actual de obligaciones o bonos	45
Valor actual de acciones	46
Caso práctico sobre valor actual de una acción	47
Editorial Osmar D. Buyatti	21

Decisiones financieras básicas en la empresa	47
Decisiones de crecimiento	49
Decisiones de funcionamiento.....	50
Decisiones de financiamiento	51
Decisiones de repartimiento	51
Objetivos de las decisiones financieras.....	52
Repaso de los temas centrales del capítulo 1	53

CAPÍTULO II

DECISIONES DE INVERSIÓN A LARGO PLAZO

Esquema general de temas a tratar en el capítulo 2	55
Planificación financiera a largo plazo	57
Proyecto de inversión o presupuesto de capital.....	57
Etapas de un proyecto de inversión	60
Flujo de fondos proyectado	62
Inversión inicial	64
Ingresos operativos.....	65
Egresos operativos.....	65
Valor residual.....	66
Construyendo el flujo de fondos.....	67
Aspectos básicos de un flujo de fondos proyectado.....	68
Flujo de fondos de dos pisos.....	68
Flujo de fondos de cinco pisos	69
Enfoques contable y financiero aplicados a la elaboración de un flujo de fondos proyectado.....	70
Estructura general de un flujo de fondos.....	74
Tratamiento del valor residual	74
Modelos alternativos de flujos de fondos.....	75
Flujo de fondos del proyecto	75
Flujo de fondos del inversionista.....	79
Flujo de fondos de la capacidad de pago.....	82
Flujos de fondos para valorar nuevos emprendimientos y empresas en marcha.....	84

Métodos de evaluación	85
Valor Actual Neto (VAN).....	88
Tasa Interna de Retorno (TIR)	89
Similitudes y diferencias de ambos métodos de evaluación.....	91
Evaluación de un proyecto individual	91
Evaluación de proyectos alternativos	91
Ventajas y problemas de ambos métodos de evaluación	92
Ventajas y problemas del VAN	92
Ventajas y problemas de la TIR.....	93
Evaluación de proyectos de inversión bajo condiciones de certidumbre y de incertidumbre	94
Introducción al concepto de riesgo	95
Criterios para enfrentar el riesgo	97
Consecuencias al decidir bajo riesgo.....	97
Variables riesgosas en una empresa.....	98
Relación entre riesgo y tiempo	99
Métodos para realizar la valoración bajo condiciones de riesgo	100
Formas para tratar el riesgo en un proyecto de inversión	101
Flujos de fondos y costo del capital.....	102
Repaso de los temas centrales del capítulo 2.....	103

CAPÍTULO III

DECISIONES DE INVERSIÓN A CORTO PLAZO

Esquema general de temas a tratar en el capítulo 3	105
Planificación financiera a corto plazo	107
Presupuesto de tesorería	108
Secuencia de la planificación financiera.....	109
Planificación financiera y toma de decisiones	111
Capital de trabajo	111
Componentes del capital de trabajo	113
Disponibilidades	113
Existencias	114

Créditos netos	114
Ciclo operativo y ciclo de conversión del efectivo	115
Métodos de cálculo del capital de trabajo.....	116
Riesgos asociados a la determinación del capital de trabajo	120
Problemas ocasionados por el exceso o la insuficiencia de capital de trabajo	120
Formas de enfrentar el riesgo al determinar el capital de trabajo.....	121
Ciclo del flujo de efectivo dentro de la empresa.....	121
Repaso de los temas centrales del capítulo 3	123

CAPÍTULO IV

DECISIONES DE FINANCIAMIENTO

Esquema general de temas a tratar en el capítulo 4	125
Fuentes financieras de la empresa.....	127
Fondos ajenos	128
Fondos propios	132
Introducción al concepto de costo del capital.....	133
Costo de los fondos ajenos: tasa de interés neta de efectos tributarios.....	134
Costo de los fondos propios: costo de oportunidad y riesgo	135
Modelo de dividendos crecientes	138
Modelo CAPM	139
Coeficiente Beta.....	141
Tasa libre de riesgo	143
Costo Promedio Ponderado del Capital (CPPC).....	145
Relación entre costo del capital y riesgo.....	147
Relación entre costo del capital y valor de la empresa	151
Relación entre costo de capital de la empresa y de un proyecto individual	152
Apalancamiento financiero	155
Estructura financiera óptima	161
Fuentes financieras a corto, mediano y largo plazo	165
Repaso de los temas centrales del capítulo 4	165

CAPÍTULO V

DECISIONES DE DISTRIBUCIÓN DE LAS UTILIDADES

Esquema general de temas a tratar en el capítulo 5	167
Dividendos y política de dividendos.....	169
Dividendos.....	170
Política de dividendos.....	171
Tipos de dividendos	172
Dividendos activos y pasivos	172
Dividendos ordinarios y extraordinarios	173
Dividendos en efectivos y en acciones	173
Dividendos brutos y netos	174
Dividendos a cuenta y complementarios	174
Tipos de políticas de dividendos.....	174
Relación entre los intereses de los dueños y el crecimiento de la empresa .	175
Relación entre la política de dividendos y el valor de la empresa	177
Distribución de dividendos y política financiera integral en la empresa	179
Medidas de rentabilidad.....	180
Descomposición DuPont	181
Crecimiento de la empresa	184
Repaso de los temas centrales del capítulo 5	186

CAPÍTULO VI

TÓPICOS ESPECIALES DE FINANZAS

Esquema general de temas a tratar en el capítulo 6	189
Organización de los mercados financieros en economías emergentes.....	191
Proceso de ahorro e inversión.....	192
Objetivos y restricciones del inversionista	193
Sistema financiero en economías emergentes.....	194
Marco legal del Mercado de Capitales en economías emergentes	196
Instituciones del Mercado de Capitales en economías emergentes ...	197
Mecanismos de financiamiento empresarial.....	200

Emisión de bonos corporativos en economías emergentes.....	202
Emisión de acciones en economías emergentes	204
Problemas para la valuación de empresas en ECONOMÍAS emergentes y en el caso de Pymes	206
Problemas del modelo CAPM original.....	207
Alternativas de solución	209
Problemas que provoca la inflación sobre la valuación de empresas	211
Inflación.....	211
Precios nominales, reales y relativos.....	212
Importancia de los precios relativos para la toma de decisiones en la empresa.....	213
Efectos de la inflación sobre la empresa.....	214
Incorporando la inflación en la valoración de empresas.....	215
Recomendaciones generales para enfrentar la inflación.....	217
Fusiones y adquisiciones de empresas.....	223
Creación de valor a través de las fusiones y adquisiciones	224
Algunas causas del fracaso de las fusiones y adquisiciones.....	225
Repaso de los temas centrales del capítulo 6.....	225
Conclusión	229
Bibliografía	233