ÍNDICE

Prefacio 15

Tema 1. **Empresa, economía de la empresa y función financiera** 19
1. Concepto de empresa. Diversas posiciones 21
2. El empresario 24
3. Tipología de la empresa 27
4. La idea de beneficio 29
5. La economía de la empresa 34
6. La función financiera en la empresa 38

Bibliografía 43

Tema 2. **Valoración de la empresa** 45
1. Introducción 47
2. Limitaciones de todo proceso de valoración 49
3. Elementos susceptibles de valoración y criterios usuales 51
4. El valor histórico 53
5. El valor sustancial 54
6. El valor capitalizado 55
7. El good-will 56
8. El valor bursátil 58
9. Métodos de valoración de la empresa 60
10. La introducción de la incertidumbre en la valoración 69
11. La sistematización de métodos de valoración y nuevas perspectivas 70

Bibliografía 78

Tema 3. **Inversión. Inversión en bienes de equipo** 81
1. Introducción 83
2. Concepto de inversión 83

3. Tipología de las inversiones 90
4. La Teoría de la inversión y el análisis Coste-Beneficio 93
5. La inversión en bienes de equipo 97
6. La renovación de equipos 101
7. Alternativas a la inversión pura: leasing y renting 104
8. Reflexión final 110
Bibliografía 110

Tema 4. **Aspectos básicos de la producción** 113
1. Introducción 117
2. Concepto de productividad 117
3. Concepto de economicidad 120
4. Concepto de rentabilidad 121
5. Rentabilidad, productividad y economicidad 122
6. El «punto muerto» en la empresa 126
7. Ratios del «punto muerto» 130
8. El «punto muerto» en la producción de más de un bien 131
9. Los conceptos de apalancamiento operativo, financiero y total 133
10. Inconvenientes del análisis del «punto muerto» 139
11. Sensibilidad económica hacia los problemas productivos 139
12. Introducción a la función de aprovisionamiento 142
13. Conceptos fundamentales 144
14. Coste de almacenamiento 147
15. El método ABC de control de stocks 148
16. El tamaño del lote económico de compra 152
17. El período medio de maduración de la empresa 155
18. El fondo de maniobra 159
19. Consideración sobre la liquidez 163
Bibliografía 165

Tema 5. **Métodos de análisis y selección de inversiones: inflación e impuestos** 167
1. Introducción 171
2. Síntesis de los criterios clásicos 172
3. Análisis crítico de los criterios de valor capital y tasa de retorno 181
   3.1. Criterio del valor capital 181

3.2. Criterio de la tasa de retorno 183
3.3. Valor capital *versus* tasa de retorno 188
3.3.1. Complementariedad de criterios 188
3.3.2. Postura ante las inversiones «simples» 189
3.3.3. La aproximación de los dos criterios para jerarquizar idénticamente las inversiones «simples» . 191
4. El problema de la inconsistencia del criterio de la tasa de retorno: la existencia de tasas de retorno real múltiples o la no existencia de una tasa de retorno real 192
4.1. Introducción 192
4.2. Saldo de un proyecto de inversión, inversiones «puras» e inversiones «mixtas» 194
4.3. Relación entre estas inversiones 195
4.4. La inversión en función de dos tasas de interés 196
4.5. La tasa de retorno en las inversiones «mixtas» 198
5. Los criterios de valoración global VAN y TIR 202
6. Inflación e impuestos 204
7. Inflación y rentas 207
8. Flujos de caja independientes del grado de inflación 210
9. Flujos de caja dependientes del grado de inflación 213
10. Afectación diferente de la inflación a las corrientes de cobros y pagos 215
11. Efectos de los impuestos sobre el valor capital 216
12. El valor capital ajustado 218
Bibliografía 222

Tema 6. **Métodos de análisis y selección de inversiones: entornos de riesgo y especiales** 225
1. Introducción y tipología de riesgos 229
2. Flujo medio de caja 232
3. El riesgo en los modelos clásicos de selección de inversiones 234
4. Una expresión alternativa 238
5. Valor medio y varianza del valor capital y de la tasa de retorno .. 240
6. Sensibilidad en los criterios de inversión 244
6.1. Criterio del valor capital 244
6.2. Criterio de la tasa de retorno 247

7. Entornos especiales 248
8. El coste de capital en situación de riesgo 249
9. Los efectos de la incertidumbre 253
10. El riesgo económico y financiero 256
11. La insolvencia de la firma 257
12. Cambio en las expectativas del accionista 258
13. Modificación de la estructura financiera de la empresa 261
Bibliografía 266

Tema 7. **Planificación de inversiones** 269
1. Introducción 271
2. El proceso planificador 272
3. Aspectos macroeconómicos 275
4. Aspectos microeconómicos 281
5. La propuesta de inversión 284
6. El presupuesto de inversiones 285
7. El control de las inversiones 289
8. La inversión en pasivos empresariales 291
   8.1. Análisis *Top-Down* (de arriba abajo) 292
   8.2. Análisis *botuto-Up* (de abajo arriba) 293
   8.3. Análisis de sensibilidad 293
   8.4. Análisis estratégico 294
9. Reflexión final: La postura personal ante las inversiones 296
Bibliografía 300

Tema 8. **La función financiera** 301
1. Introducción 303
2. El punto clave de las decisiones financieras 304
3. Los mercados financieros 305
4. Tipología de los mercados e intermediarios financieros 309
5. El sistema financiero 313
6. La actuación de Bancos y Cajas en el sistema financiero 317
7. Los intermediarios financieros no bancarios 320
8. Las operaciones financieras 321
9. Las fuentes de financiación 323
10. Empresas de servicios de inversión 326

11. Soluciones para el sector bancario desde las nuevas tecnologías . 327
12. La hipoteca inversa 329
Bibliografía 330

Tema 9. **Financiación a corto, medio y largo plazo** 331
1. Financiación a corto plazo. Operaciones financieras a corto plazo 333
2. Financiación a corto plazo. Crédito comercial 335
3. Financiación a corto plazo. Crédito bancario 339
4. Financiación a corto plazo. Criterios usuales para la obtención de créditos 340
5. Financiación a corto plazo. Principales modalidades de crédito .. 343
6. Financiación a corto plazo. Las fianzas y avales 344
7. Financiación a corto plazo. Arrendamiento financiero o leasing . 345
8. Financiación a corto plazo. Venta de cuentas a cobrar o factoring 351
9. Financiación a corto plazo. Otras modalidades 354
10. Financiación a corto plazo. Dos cuestiones de interés 358
11. Extensión y generalización del concepto de crédito 358
    11.1. Ideas preliminares 358
    11.2. Aspectos básicos del crédito 362
    11.3. Ventajas e inconvenientes del crédito 366
    11.4. Clasificación de las operaciones 367
12. Operaciones a largo y medio plazo 369
    12.1. Largo plazo 369
    12.2. El crédito a medio plazo 371
13. Criterios usuales para la obtención de créditos 371
14. Los servicios conexos de crédito a la empresa 374
15. Desintermediación bancaria 375
16. Las posibilidades de la titulización de activos 376
17. Una mirada al futuro 378
Bibliografía 382

Tema 10. **Relaciones de la empresa y economías particulares con las entidades financieras** 385
1. Introducción y visión retrospectiva 387

2. La relación empresa-entidades de crédito 390
3. El análisis de la empresa 393
4. La evolución de las actividades de la banca 396
5. La gestión del riesgo 399
6. La visión del futuro 403
7. Especial situación del crédito hipotecario 407
8. Situación actual de las entidades 408
Bibliografía 408

Tema 11. **Los mercados de emisión** 411
1. Introducción 413
2. Los instrumentos del mercado 414
3. La ampliación del capital social 419
4. Cálculos relativos a la ampliación de capital 421
5. Recomendaciones relativas a la ampliación de capital 428
6. Recomendaciones relativas a la emisión de obligaciones 430
7. La extinción del empréstito de obligaciones 431
8 Otros activos 432
9. El rendimiento de los activos 434
10. El papel del Tesoro Público en España 435
11. Emisores privados 437
Bibliografía 438

Tema 12. **Los mercados secundarios** 441
1. Introducción 443
2. Antecedentes históricos de las Bolsas 444
3. Funciones y organización de las Bolsas 447
4. La cotización bursátil 454
5. Los indicadores bursátiles 458
6. El análisis bursátil 468
7. La eficiencia del mercado 479
8. Las operaciones bursátiles 483
9. El proceso de la inversión bursátil 485
10. Los agentes mediadores 489
Bibliografía 492

Tema 13. **Mercados derivados y parámetros básicos de la gestión de riesgo** 495
1. Introducción 497
2. Visión retrospectiva 497
3. Futuros y Forwards 498
   3.1. Cobertura mediante futuros: un caso práctico 501
4. Precio teórico de un futuro 503
   4.1. Principio de convergencia contado-futuro 504
5. Las opciones 505
   5.1. Compra y venta de una Call 507
   5.2. Compra y venta de una Put 508
   5.3. Cómo utilizar las opciones como cobertura 509
   5.4. Valor teórico de una opción 511
6. El efecto apalancamiento 515
7. Los swaps 516
   7.1. Swaps sobre tipos de interés o IRS 516
   7.2. Swaps sobre divisas 518
8. Parámetros básicos en las operaciones con derivados 518
9. Aspectos cualitativos 531
Bibliografía 533

Tema 14. **La teoría de carteras de títulos** 535
1. Introducción 537
2. La elección de una cartera 538
3. Rentabilidad de una cartera 543
4. Eficacia de una cartera 547
5. Una solución al problema 551
6. Teoría del mercado de capitales 556
7. La línea del mercado de capitales 559
8. La línea del mercado de títulos 561
9. El concepto de volatilidad 566
10. El concepto de riesgo sistemático 571
11. Una representación alternativa de los riesgos de mercado 572
12. Valoración de empresas en el contexto de los nuevos mercados 575
13. Epílogo 593
Bibliografía 593

Tema 15. **Estructura financiera óptima de la empresa** 595
1. Introducción 597
2. Estructura financiera: Criterios de valoración 599
2.1. Aproximación a la valoración de títulos 599
2.1.1. Aproximación RN 600
2.1.2. Aproximación RE 604
2.2. Posiciones intermedias 606
2.2.1. Posición tradicional 606
2.2.2. Posición de David Durand 607
2.2.3. Posición de Eli Schwartz (3) 608
2.3. La posición de Modigliani-Miller 611
2.4. Hipótesis fundamentales 612
2.5. Proposiciones fundamentales 613
2.6. El efecto del Impuesto de Sociedades en las proposiciones anteriores 620
2.7. La relación de la posición de MM con otras teorías 622
2.8. La aproximación de ambas posiciones 625
2.9. El adecuado nivel de endeudamiento 627
Bibliografía 630

Tema 16. **Coste de capital y política de dividendos** 633
1. El coste de capital y las decisiones relativas a dividendos 635
1.1. El coste efectivo de una fuente financiera 635
2. El coste de las deudas 635
3. El coste de los préstamos bancarios 638
4. El coste del capital propio 639
5. El coste de los beneficios retenidos 646
6. El coste medio ponderado del capital 647
7. Decisiones relativas a los dividendos empresariales 649
8. Las posiciones clásicas en los dividendos 650
9. Los efectos de los dividendos sobre el valor de la firma 651
10. Nuevas líneas de actuación en materia de coste de capital y política de dividendos 659
Bibliografía 668

3.1. Cobertura mediante futuros: un caso práctico

Supongamos un agricultor que posee una finca de naranjos, cuya producción vende todos los años a una empresa que se dedica a la elaboración de zumo de naranja. Normalmente todos los años vende su producción de unas 10 toneladas a precios entre 48 y 55 u.m./kilo, lo que le produce un beneficio considerable, ya que su coste de producción es de 30 u.m./kilo. Sin embargo este año piensa que, debido a la escasez de lluvia en la zona y las malas previsiones para el tiempo, sus naranjas van a ser de una calidad muy inferior, y no cree que en ese caso pueda venderlas por encima de 42 u.m./kilo. Afortunadamente para él, esa es sólo su impresión personal, y todavía quedan cuatro meses para la recogida.

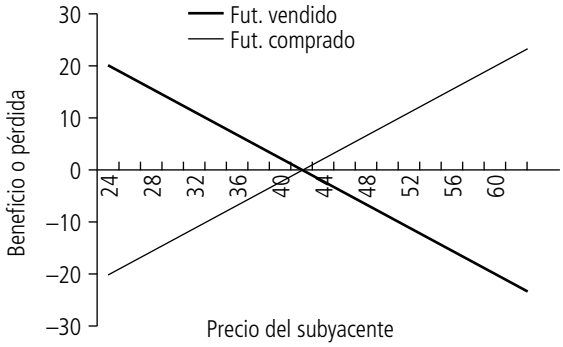

Gráfico 1. Compra y venta de un futuro.

Como es un agricultor precavido, decide «cubrir» su producción de naranjas, es decir, asegurar el precio al que venderá su producción. Para ello, contacta con su intermediario de futuros sobre naranjas (cada futuro equivale a una tonelada), y decide vender 10 futuros sobre naranjas con vencimiento dentro de cuatro meses. Dicho intermediario le informa que, como otros productores también creen que el precio de la naranja dentro de cuatro meses va a caer, el precio de los futuros sobre naranjas ha bajado en el último mes hasta niveles de 42. El agricultor ve el precio de 42 u.m./kilo como razonable, con lo cual cierra la operación.

¿Qué es lo que ha conseguido el agricultor? Muy sencillo, ha eliminado la incertidumbre que tenía sobre el precio al que vendería su producción y

se ha asegurado que dentro de cuatro meses, venderá su producción de 10 toneladas de naranjas a un precio de 42 u.m. por kilo. Es cierto que otros años ha conseguido vender su producción por encima de ese precio, pero como cree que este año la cosecha será de mala calidad y resultará imposible vender las naranjas por encima de 35 u.m./kilo, ha «cubierto» el riesgo de precio y se ha asegurado un beneficio de 12 u.m. por kilo de naranjas (diferencia entre el precio de venta de 42 y el coste de producción de 30).

Ahora situémonos dentro de cuatro meses. Hay dos escenarios posibles: que el precio de las naranjas esté por debajo o por encima de 42, precio al que vendió sus futuros.

Si está por debajo de 42, por ejemplo a 35, habrá tenido un beneficio de 7.000 u.m. por cada futuro (cada futuro representa una tonelada), ya que ha vendido a 42 a su contrapartida y sin embargo las naranjas están vendiéndose en el mercado a 35.

Si está por encima, por ejemplo a 45, habrá tenido una pérdida de 3.000 u.m. por cada futuro, ya que él ha vendido a 42 algo que en realidad se está vendiendo a 45.

La posición resultante del agricultor del ejemplo se observa en el gráfico 2, en donde se observa su posición inicial en naranjas (la cual se beneficia de subidas en el precio de las mismas), su posición vendida de futuros (la cual se beneficia de bajadas en el precio de las naranjas), y su posición resultante, equivalente a la suma de las dos posiciones anteriores. Como se aprecia en el gráfico, una vez que el agricultor ha cubierto su producción con futuros, le es indiferente el precio que tomen las naranjas, puesto que su beneficio seguirá siendo el mismo.

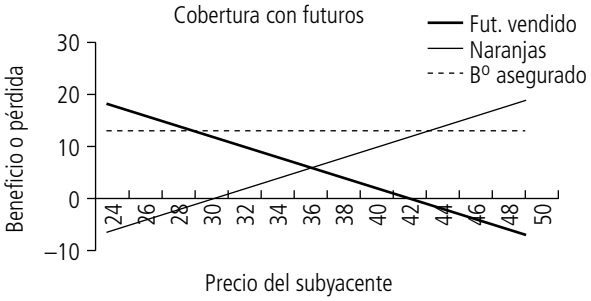

Gráfico 2.