

Fundamentos de ADMINISTRACIÓN FINANCIERA **15a ed.**

Fundamentos de ADMINISTRACIÓN FINANCIERA

15a. edición

EUGENE F. BRIGHAM
University of Florida

JOEL F. HOUSTON
University of Florida

Traducción

Enrique C. Mercado González

Revisión técnica

Luis Heriberto García Muñiz
Universidad Iberoamericana

Escuela Superior de Economía, Instituto Politécnico Nacional

Arturo Morales Castro
Facultad de Contaduría y Administración
Universidad Nacional Autónoma de México

Carlos Rafael Grado Salayandía
Luis Raúl Sánchez Acosta
Universidad Autónoma de Chihuahua

Juan O'Brien
CENTRUM Graduate Business School
Pontificia Universidad Católica del Perú

Vicente Cobos Villalobos.
Universidad Autónoma de Ciudad Juárez

Fernando Pedro Viacava Breiding
Instituto Tecnológico Nacional de México, campus Morelia

Adriana Laura Cruz y Corro Sánchez
Fernando García González
Universidad Iberoamericana, campus Puebla

Carlos Eduardo Sau Escobar
Universidad Anáhuac, campus Puebla

Blanca Aurora Páramo Calderón
Tecnológico de Monterrey, campus Puebla



Australia • Brasil • Estados Unidos • México • Reino Unido • Singapur

Fundamentos de administración financiera
15a. edición.

Eugene F. Brigham y Joel F. Houston

Director Higher Education

Latinoamérica:

Renzo Casapía Valencia

Gerente editorial Latinoamérica:

Jesús Mares Chacón

Coordinador de manufactura:

Rafael Pérez González

Editora:

Abril Vega Orozco

Diseño de portada:

Imbue Design/Kim Torbeck

Imagen de la portada:

© hfzimages/Shutterstock.com

Adaptación de portada:

Karla Paola Benítez García

Composición tipográfica:

Humberto Núñez Ramos

© D.R. 2020 por Cengage Learning Editores, S.A. de C.V., una Compañía de Cengage Learning, Inc. Carretera México-Toluca núm. 5420, oficina 2301. Col. El Yaqui. Del. Cuajimalpa. C.P. 05320. Ciudad de México.
Cengage Learning® es una marca registrada usada bajo permiso.

DERECHOS RESERVADOS. Ninguna parte de este trabajo amparado por la Ley Federal del Derecho de Autor, podrá ser reproducida, transmitida, almacenada o utilizada en cualquier forma o por cualquier medio, ya sea gráfico, electrónico o mecánico, incluyendo, pero sin limitarse a lo siguiente: fotocopiado, reproducción, escaneo, digitalización, grabación en audio, distribución en internet, distribución en redes de información o almacenamiento y recopilación en sistemas de información a excepción de lo permitido en el Capítulo III, Artículo 27 de la Ley Federal del Derecho de Autor, sin el consentimiento por escrito de la Editorial.

Esta es una traducción/adaptación del libro:

Fundamentals of Financial Management,
Fifteenth edition.

Eugene F. Brigham and Joel F. Houston.

Publicado en inglés por Cengage Learning ©2019

ISBN: 978-1-337-39525-0

Datos para catalogación bibliográfica:

Brigham, Eugene F. y Joel F. Houston.

Fundamentos de administración financiera,
15a. edición.

ISBN: 978-607-526-903-0

Visite nuestro sitio web en:

<http://latinoamerica.cengage.com>

Contenido breve

PREFACIO		xv
ACERCA DE LOS AUTORES		xxiii
PARTE 1 INTRODUCCIÓN A LA ADMINISTRACIÓN FINANCIERA		1
Capítulo 1	Una visión panorámica de la administración financiera	2
Capítulo 2	Mercados e instituciones financieros	27
PARTE 2 CONCEPTOS FUNDAMENTALES DE ADMINISTRACIÓN FINANCIERA		61
Capítulo 3	Estados financieros, flujo de efectivo e impuestos	62
Capítulo 4	Análisis de estados financieros	105
Capítulo 5	Valor del dinero en el tiempo	148
PARTE 3 ACTIVOS FINANCIEROS		193
Capítulo 6	Tasas de interés	194
Capítulo 7	Los bonos y su valuación	228
Capítulo 8	Riesgo y tasas de rendimiento	270
Capítulo 9	Las acciones y su valuación	316
PARTE 4 INVERSIÓN EN ACTIVOS A LARGO PLAZO: PRESUPUESTACIÓN DE CAPITAL		355
Capítulo 10	El costo del capital	356
Capítulo 11	Elementos de la presupuestación del capital	385
Capítulo 12	Estimación de flujos de efectivo y análisis de riesgo	417
Capítulo 13	Opciones reales y otros temas de presupuestación de capital	453
PARTE 5 ESTRUCTURA DE CAPITAL Y POLÍTICA DE DIVIDENDOS		473
Capítulo 14	Estructura de capital y apalancamiento	474
Capítulo 15	Distribuciones a los accionistas: dividendos y recompras de acciones	517
PARTE 6 ADMINISTRACIÓN DEL CAPITAL DE TRABAJO Y PRONÓSTICOS FINANCIEROS		551
Capítulo 16	Administración del capital de trabajo	552
Capítulo 17	Planificación financiera y pronósticos	592

PARTE 7	TEMAS ESPECIALES DE ADMINISTRACIÓN FINANCIERA	619
Capítulo 18	Derivados y administración del riesgo	620
Capítulo 19	Administración financiera multinacional	664
Capítulo 20	Financiamiento híbrido: acciones preferentes, arrendamiento, warrants y valores convertibles	700
Capítulo 21	Fusiones y adquisiciones	734
APÉNDICES		
APÉNDICE A	Soluciones de las preguntas y problemas de autoevaluación	A-1
APÉNDICE B	Respuestas de problemas selectos de fin de capítulo	B-1
APÉNDICE C	Ecuaciones y tablas selectas	C-1
ÍNDICE ANALÍTICO		I-1

Contenido detallado

Prefacio xv
Acerca de los autores xxiii

PARTE 1

Introducción a la administración financiera 1

CAPÍTULO 1

Una visión panorámica de la administración financiera 2

Alcanzar el equilibrio correcto 2

PONIENDO LAS COSAS EN PERSPECTIVA 4

- 1-1 ¿Qué son las finanzas? 4
 - 1-1A Áreas de las finanzas 4
 - 1-1B Las finanzas dentro de una organización 5
 - 1-1C Finanzas versus economía y contabilidad 5
- 1-2 Empleos en finanzas 6
- 1-3 Formas de organizaciones de negocios 7
- 1-4 La meta financiera principal: crear valor para los inversionistas 9
 - 1-4A Determinantes del valor 9
 - 1-4B Valor intrínseco 10
 - 1-4C Consecuencias de tener un enfoque a corto plazo 12
- 1-5 Conflictos entre accionistas y gerentes 13
 - 1-5A Paquetes de compensaciones 13
 - 1-5B Intervención directa de los accionistas 13
 - ¿Se les paga demasiado a los directores generales? 14
 - 1-5C Respuesta de los gerentes 15
- 1-6 Conflictos entre accionistas y tenedores de deuda 16
- 1-7 Equilibrio entre los intereses de los accionistas y los de la sociedad 18
 - Invertir en fondos socialmente responsables 18
- 1-8 Ética de negocios 20
 - 1-8A Qué hacen las compañías 21
 - 1-8B Consecuencias de la conducta inmoral 21
 - 1-8C ¿Cómo deberían enfrentar los empleados la conducta inmoral? 23

ESLABONAMIENTO DEL CONTENIDO 24

CAPÍTULO 2

Mercados e instituciones financieras 27

La economía depende de un sólido sistema financiero 27

PONIENDO LAS COSAS EN PERSPECTIVA 28

- 2-1 El proceso de asignación de capital 29

- 2-2 Mercados financieros 31
 - 2-2A Tipos de mercados 31
 - 2-2B Tendencias recientes 32
- 2-3 Instituciones financieras 37
 - Comisiones bajas motivan a los inversionistas a transitar a los fondos de índice 40
 - La titularización ha transformado drásticamente la industria bancaria 43
- 2-4 El mercado de valores 43
 - 2-4A Bolsas físicas 44
 - Perspectivas globales. La NYSE y la NASDAQ se globalizan 45
 - 2-4B Los mercados extrabursátiles (OTC) y la Nasdaq 45
- 2-5 El mercado de acciones comunes 46
 - 2-5A Tipos de transacciones en el mercado de valores 47
 - La expectación inicial que rodea a las OPI no siempre se traduce en un éxito duradero 48
- 2-6 Mercados de valores y rendimientos 49
 - 2-6A Reporte de la información del mercado de valores 49
 - Medición del mercado 51
 - 2-6B Rendimientos del mercado de valores 52
- 2-7 Eficiencia del mercado de valores 52
 - 2-7A Teoría conductual de las finanzas 54
 - 2-7B Conclusiones sobre la eficiencia del mercado 56

ESLABONAMIENTO DEL CONTENIDO 57

CASO INTEGRADO Smyth Barry & Company 58

PARTE 2

Conceptos fundamentales de administración financiera 61

CAPÍTULO 3

Estados financieros, flujo de efectivo e impuestos 62

Desciframiento de la valiosa información de los estados financieros 62

PONIENDO LAS COSAS EN PERSPECTIVA 63

- 3-1 Estados e informes financieros 64
 - Perspectivas globales. Normas contables globales: ¿las habrá alguna vez? 65
- 3-2 El balance general 65
 - 3-2A Balance general de Allied 67
 - Balance general de un hogar estadounidense promedio 72
- 3-3 El estado de resultados 73

- 3-4 Estado de flujos de efectivo 75
- 3-5 Estado del capital de los accionistas 79
- 3-6 Usos y limitaciones de los estados financieros 80
- 3-7 Flujo de efectivo disponible 81
 - El flujo de efectivo disponible es importante para las empresas grandes y pequeñas 83
- 3-8 MVA y EVA 84
- 3-9 Impuestos sobre la renta 86
 - El Congreso considera cambios significativos al Código Fiscal 86
 - 3-9A Impuestos individuales 87
 - 3-9B Impuestos corporativos 90

ESLABONAMIENTO DEL CONTENIDO 94

CASO INTEGRADO D'Leon Inc., parte I 101

Una mirada más atenta

Exploración de los estados financieros del Dunkin' Brands Group 104

CAPÍTULO 4

Análisis de estados financieros 105

¿Puede usted ganar dinero analizando valores? 105

PONIENDO LAS COSAS EN PERSPECTIVA 106

- 4-1 Análisis de razones financieras 107
- 4-2 Razones de liquidez 108
 - 4-2A Razón de solvencia 108
 - Análisis financiero en internet 109
 - 4-2B Razón de prueba rápida, o prueba del ácido 110
- 4-3 Razones de administración de activos 111
 - 4-3A Razón de rotación de inventario 111
 - 4-3B Días de ventas pendientes de cobro 112
 - 4-3C Razón de rotación del activo fijo 113
 - 4-3D Razón de rotación del activo contable 113
- 4-4 Razones de administración de deuda 114
 - 4-4A Relación entre deuda total y capital total 116
 - 4-4B Razón de cobertura de intereses 116
 - La carga de deuda de los hogares ha disminuido en los últimos años 117
- 4-5 Razones de rentabilidad 118
 - 4-5A Margen de operación 118
 - 4-5B Margen de utilidad 118
 - 4-5C Rendimiento del activo contable 119
 - 4-5D Rendimiento del capital común 119
 - 4-5E Rendimiento del capital invertido 119
 - 4-5F Razón de rentabilidad básica (BEP) 120
- 4-6 Razones de valor de mercado 121
 - 4-6A Razón precio/ganancias 121
 - 4-6B Razón de valor de mercado/valor contable 122
 - 4-6C Razón de valor de la empresa/EBITDA 123

- 4-7 Eslabonamiento de las razones: la ecuación de DuPont 124
 - Microsoft Excel: una herramienta esencial 125
- 4-8 Malos usos potenciales del ROE 126
 - Valor económico agregado (EVA) versus ingreso neto 127
- 4-9 Uso de las razones financieras para evaluar el desempeño 128
 - 4-9A Comparación con el promedio de la industria 128
 - 4-9B Evaluación comparativa 128
 - 4-9C Análisis de tendencias 130
- 4-10 Usos y limitaciones de las razones 131
 - Búsqueda de señales de advertencia en los estados financieros 133
- 4-11 Ver más allá de los números 133

ESLABONAMIENTO DEL CONTENIDO 135

CASO INTEGRADO D'Leon Inc., parte II 144

Una mirada más atenta

Realización de un análisis de razones financieras en HP Inc. 147

CAPÍTULO 5

Valor del dinero en el tiempo 148

¿Podrá usted retirarse? 148

PONIENDO LAS COSAS EN PERSPECTIVA 149

- 5-1 Líneas cronológicas 150
- 5-2 Valores futuros 151
 - 5-2A Método paso a paso 152
 - 5-2B Método con el uso de una fórmula 152
 - Interés simple versus compuesto 152
 - 5-2C Calculadoras financieras 153
 - 5-2D Hojas de cálculo 153
 - 5-2E Vista gráfica del proceso de composición 155
- 5-3 Valores presentes 157
 - 5-3A Vista gráfica del proceso de descuento 159
- 5-4 Determinación de la tasa de interés, I 160
- 5-5 Determinación del número de años, N 161
- 5-6 Anualidades 161
- 5-7 Valor futuro de una anualidad ordinaria 162
- 5-8 Valor futuro de una anualidad de pago anticipado 165
- 5-9 Valor presente de una anualidad ordinaria 166
- 5-10 Determinación de pagos, periodos y tasas de interés de anualidades 168
 - 5-10A Determinación de los pagos de anualidades, PMT 168

- 5-10B Determinación del número de periodos, N 169
- 5-10C Determinación de la tasa de interés, I 169
- 5-11 Perpetuidades 170
- 5-12 Flujos de efectivo desiguales 171
- 5-13 Valor futuro de una serie de flujos de efectivo desiguales 173
- 5-14 Resolución de I con flujos de efectivo desiguales 174
- 5-15 Periodos de composición semestrales y de otros tipos 175
- 5-16 Comparación de tasas de interés 177
- 5-17 Periodos fraccionarios 180
- 5-18 Amortización de préstamos 180

ESLABONAMIENTO DEL CONTENIDO 182

CASO INTEGRADO First National Bank 190

PARTE 3

Activos financieros 193

CAPÍTULO 6

Tasas de interés 194

La Reserva Federal contempla un aumento en las tasas de interés conforme la economía estadounidense muestra signos de una fuerte recuperación 194

PONIENDO LAS COSAS EN PERSPECTIVA 195

- 6-1 El costo del dinero 196
- 6-2 Niveles de la tasa de interés 197
- 6-3 Determinantes de las tasas de interés del mercado 201
 - 6-3A La tasa de interés real libre de riesgo, r^* 201
Perspectivas globales. Los bancos europeos enfrentan la realidad de tasas de interés negativas 202
 - 6-3B La tasa de interés nominal, o referida, libre de riesgo, $r_{RF} = r^* + IP$ 203
 - 6-3C Prima de inflación (IP) 203
 - 6-3D Prima de riesgo de incumplimiento (DRP) 204
 - 6-3E Prima de liquidez (LP) 204
 - 6-3F Riesgo de la tasa de interés y prima de riesgo de vencimiento (MRP) 205
Un bono del Tesoro casi sin riesgo 206
- 6-4 Estructura de plazos de las tasas de interés 208
- 6-5 ¿Qué determina la forma de la curva de rendimiento? 210
Los vínculos entre inflación esperada y tasas de interés: una mirada más cercana 212
- 6-6 Uso de la curva de rendimiento para estimar las tasas de interés futuras 214
- 6-7 Factores macroeconómicos que influyen en los niveles de las tasas de interés 217

- 6-7A Política de la Reserva Federal 217
- 6-7B Déficits o superávits del presupuesto federal 217
- 6-7C Factores internacionales 218
- 6-7D Actividad económica 218
- 6-8 Tasas de interés y decisiones de negocios 219

ESLABONAMIENTO DEL CONTENIDO 220

CASO INTEGRADO Morton Handley & Company 226

Una mirada más atenta

Uso de la página del mercado de bonos del New York Times para comprender las tasas de interés 227

CAPÍTULO 7

Los bonos y su valuación 228

Medición del riesgo en el mercado de bonos 228

PONIENDO LAS COSAS EN PERSPECTIVA 229

- 7-1 ¿Quién emite bonos? 230
- 7-2 Características clave de los bonos 231
 - 7-2A Valor nominal 231
 - 7-2B Tasa de interés del cupón 231
 - 7-2C Fecha de vencimiento 232
 - 7-2D Cláusulas de redención 232
 - 7-2E Fondos de amortización 233
 - 7-2F Otras características 234
- 7-3 Valuación de bonos 234
- 7-4 Rendimientos de los bonos 238
 - 7-4A Rendimiento al vencimiento 239
 - 7-4B Rendimiento a la redención 240
- 7-5 Cambios en el valor de los bonos en el tiempo 242
- 7-6 Bonos con cupones semestrales 245
- 7-7 Evaluación del riesgo de los bonos 247
 - 7-7A Riesgo de precio 248
 - 7-7B Riesgo de reinversión 249
 - 7-7C Comparación del riesgo de precio y el riesgo de reinversión 250
- 7-8 Riesgo de incumplimiento 252
 - 7-8A Varios tipos de bonos corporativos 252
 - 7-8B Calificación de bonos 253
 - 7-8C Quiebra y reorganización 258
- 7-9 Mercados de bonos 259
Interés acumulado y asignación de precio a los bonos con cupón 260

ESLABONAMIENTO DEL CONTENIDO 262

CASO INTEGRADO Western Money Management Inc. 268

Una mirada más atenta

Uso de recursos en línea para comprender el impacto de las tasas de interés en la valuación de los bonos 269

CAPÍTULO 8

Riesgo y tasas de rendimiento 270

Control de riesgos en tiempos difíciles 270

PONIENDO LAS COSAS EN PERSPECTIVA 271

- 8-1 El intercambio riesgo-rendimiento 272
- 8-2 Riesgo individual 274
 - 8-2A Medidas estadísticas del riesgo individual 275
 - 8-2B Medición del riesgo individual: la desviación estándar 277
 - 8-2C Uso de datos históricos para medir el riesgo 279
 - 8-2D Otras medidas de riesgo individual: coeficiente de variación y razón de Sharpe 280
 - 8-2E Aversión al riesgo y rendimientos requeridos 281
- Intercambio histórico entre riesgo y rendimiento 282
- 8-3 Riesgo en un contexto de carteras: el CAPM 283
 - 8-3A Rendimientos esperados de carteras, \hat{r}_p 284
 - 8-3B Riesgo de una cartera 285
- La adición de acciones no siempre reduce el riesgo de una cartera 289
- 8-3C Riesgo en un contexto de carteras: coeficiente beta 289
- Perspectivas globales. Los beneficios de la diversificación en el exterior 294
- 8-4 Relación entre riesgo y tasas de rendimiento 295
 - Estimación de la prima de riesgo del mercado 298
 - 8-4A Impacto de la inflación esperada 298
 - 8-4B Cambios en la aversión al riesgo 300
 - 8-4C Cambios en el coeficiente beta de una acción 302
- 8-5 Algunas consideraciones sobre beta y el CAPM 303
- 8-6 Reflexiones finales: implicaciones para gerentes corporativos e inversionistas 303

ESLABONAMIENTO DEL CONTENIDO 305

CASO INTEGRADO Merrill Finch Inc. 312

Una mirada más atenta

Uso de información pasada para estimar los rendimientos requeridos 314

CAPÍTULO 9

Las acciones y su valuación 316

Búsqueda de las acciones indicadas 316

PONIENDO LAS COSAS EN PERSPECTIVA 317

- 9-1 Derechos legales y privilegios de los accionistas comunes 317
 - 9-1A Control de la empresa 317
 - 9-1B Derecho de prioridad 319

- 9-2 Tipos de acciones comunes 319
- 9-3 Precio de las acciones versus valor intrínseco 320
 - ¿Los fondos “beta inteligente” son una idea inteligente? 321
 - 9-3A ¿Por qué a inversionistas y compañías les importa el valor intrínseco? 322
- 9-4 El modelo de dividendos descontados 323
 - 9-4A Dividendos esperados como base de los valores de las acciones 325
- 9-5 Acciones de crecimiento constante 326
 - 9-5A Ilustración de una acción de crecimiento constante 327
 - 9-5B Dividendos versus crecimiento 328
 - 9-5C ¿Qué es mejor: dividendos corrientes o crecimiento? 330
 - 9-5D Condiciones requeridas para el modelo de crecimiento constante 330
- 9-6 Valuación de acciones de crecimiento no constante 331
 - Valuación de acciones que no pagan dividendos 335
- 9-7 Método de valuación basado en la empresa 335
 - 9-7A El modelo de valuación corporativa 336
 - 9-7B Comparación de los modelos de valuación corporativa y de dividendos descontados 339
- Otros métodos de valuación de acciones comunes 340
- 9-8 Acciones preferentes 341

ESLABONAMIENTO DEL CONTENIDO 342

CASO INTEGRADO Mutual of Chicago Insurance Company 348

Una mirada más atenta

Estimación del valor intrínseco de las acciones de Exxon Mobil Corporation 349

APÉNDICE 9A

Equilibrio del mercado accionario 351

PARTE 4

Inversión en activos a largo plazo: presupuestación de capital 355

CAPÍTULO 10

El costo del capital 356

Creación de valor en Disney 356

PONIENDO LAS COSAS EN PERSPECTIVA 357

- 10-1 Visión panorámica del costo de capital ponderado promedio (WACC) 358

- 10-2 Definiciones básicas 359
- 10-3 Costo de la deuda, $r_d(1-T)$ 361
- 10-4 Costo de las acciones preferentes, r_p 362
- 10-5 Costo de las ganancias retenidas r_s 363
 - 10-5A Método CAPM 364
 - 10-5B Método del rendimiento de los bonos más la prima de riesgo 365
 - 10-5C Método del rendimiento de los dividendos más la tasa de crecimiento, o flujo de efectivo descontado (DCF), 366
 - 10-5D Promedio de estimaciones alternas 367
- 10-6 Costo de nuevas acciones comunes, r_e 368
 - 10-6A Adición de costos de emisión al costo de un proyecto, 368
 - 10-6B Aumento del costo del capital 369
 - 10-6C ¿Cuándo debe usarse capital externo? 370
- 10-7 Costo de capital compuesto, o ponderado promedio, WACC 371
- 10-8 Factores que afectan al WACC 371
 - 10-8A Factores que la empresa no puede controlar 371
 - Algunas estimaciones reales del WACC 372
 - 10-8B Factores que la empresa puede controlar 373
- 10-9 Ajuste del costo del capital al riesgo 373
- 10-10 Otros problemas de estimaciones del costo del capital 375

ESLABONAMIENTO DEL CONTENIDO 376

CASO INTEGRADO Coleman Technologies Inc. 382

Una mirada más atenta

Cálculo del costo de capital de 3M 383

CAPÍTULO 11

Elementos de la presupuestación del capital 385

Competencia en la industria aeronaval: Airbus versus Boeing 385

PONIENDO LAS COSAS EN PERSPECTIVA 386

- 11-1 Visión panorámica de la presupuestación del capital 386
- 11-2 Valor presente neto (NPV) 388
- 11-3 Tasa de rendimiento interno (IRR) 392
 - Por qué el NPV es mejor que la IRR 395
- 11-4 Tasas múltiples de rendimiento interno 395
- 11-5 Supuestos de la tasa de reinversión 397
- 11-6 Tasa modificada de rendimiento interno (MIRR) 398
- 11-7 Perfiles del NPV 402
- 11-8 Periodo de recuperación de la inversión 405
- 11-9 Conclusiones sobre los métodos de presupuestación del capital 407
- 11-10 Criterios de decisión que se usan en la práctica 408

ESLABONAMIENTO DEL CONTENIDO 409

CASO INTEGRADO Allied Components Company 415

CAPÍTULO 12

Estimación de flujos de efectivo y análisis de riesgo 417

Home Depot evalúa cuidadosamente sus nuevas inversiones 417

PONIENDO LAS COSAS EN PERSPECTIVA 418

- 12-1 Consideraciones conceptuales de la estimación de flujos de efectivo 418
 - 12-1A Flujo de efectivo libre versus ingreso contable 419
 - 12-1B Cronología de los flujos de efectivo 420
 - 12-1C Flujos de efectivo incrementales 420
 - 12-1D Proyectos de reemplazo 420
 - 12-1E Costos irre recuperables 420
 - 12-1F Costos de oportunidad asociados con los activos propiedad de la empresa 421
 - 12-1G Externalidades 421
- 12-2 Análisis de un proyecto de expansión 423
 - 12-2A Efecto de tasas de depreciación diferentes 426
 - 12-2B Canibalización 426
 - 12-2C Costos de oportunidad 426
 - 12-2D Costos irre recuperables 426
 - 12-2E Otros cambios en las entradas 427
- 12-3 Análisis de reemplazo 427
- 12-4 Análisis de riesgo en la presupuestación de capital 430
- 12-5 Medición del riesgo individual 431
 - 12-5A Análisis de sensibilidad 431
 - 12-5B Análisis de escenarios 433
 - 12-5C Simulación de Montecarlo 435
- 12-6 Riesgos intraempresa y beta 435
- 12-7 Periodos desiguales de proyectos 436
 - 12-7A Cadenas de reemplazo 438
 - 12-7B Anualidades anuales equivalentes (EAA) 438
 - 12-7C Conclusiones sobre periodos desiguales 438

ESLABONAMIENTO DEL CONTENIDO 439

CASO INTEGRADO Allied Food Products 448

APÉNDICE 12A

Depreciación fiscal 451

CAPÍTULO 13

Opciones reales y otros temas de presupuestación de capital 453

Anheuser-Busch usó opciones reales para aumentar su valor 453

PONIENDO LAS COSAS EN PERSPECTIVA 454

- 13-1 Introducción a las opciones reales 454
- 13-2 Opciones de crecimiento (expansión) 455
- 13-3 Opciones de abandono/cancelación 458

- 13-4 Opciones de elegir el momento propicio para invertir 460
- 13-5 Opciones de flexibilidad 462
- 13-6 El presupuesto óptimo de capital 463
- 13-7 La posauditoría 466

ESLABONAMIENTO DEL CONTENIDO 467

CASO INTEGRADO 21st Century Educational Products 471

PARTE 5

Estructura de capital y política de dividendos 473

CAPÍTULO 14

Estructura de capital y apalancamiento 474

Deuda: ¿impulso o ancla? Caterpillar Inc. 474

PONIENDO LAS COSAS EN PERSPECTIVA 475

- 14-1 ¿Ponderaciones contables, de mercado u “objetivo”? 475
 - 14-1A Medición de la estructura de capital 476
 - 14-1B La estructura de capital cambia con el tiempo 478
- 14-2 Riesgo de negocios y financiero 478
 - 14-2A Riesgo de negocios 479
 - 14-2B Factores que afectan al riesgo de negocios 480
 - 14-2C Apalancamiento de las operaciones 481
 - 14-2D Riesgo financiero 485
- 14-3 Determinación de la estructura óptima de capital 490
 - 14-3A WACC y cambios en la estructura de capital 490
 - 14-3B La ecuación de Hamada 490
 - 14-3C Estructura óptima de capital 494
- 14-4 Teoría de la estructura de capital 495
 - Yogi Berra sobre la propuesta de MM 496
 - 14-4A El efecto de los impuestos 497
 - 14-4B El efecto de la quiebra potencial 498
 - 14-4C Teoría del trueque 498
 - 14-4D Teoría de las señales 499
 - 14-4E Uso del financiamiento con deuda para restringir a los gerentes 500
 - 14-4F Hipótesis del orden de precedencia 501
 - 14-4G Ventanas de oportunidad 502
- 14-5 Lista de control para decisiones de estructura de capital 502
- 14-6 Variaciones en estructuras de capital 505

ESLABONAMIENTO DEL CONTENIDO 506

CASO INTEGRADO Campus Deli Inc. 513

Una mirada más atenta

Exploración de la estructura de capital de cuatro compañías restauranteras 516

CAPÍTULO 15

Distribuciones a los accionistas: dividendos y recompras de acciones 517

Apple cambia de táctica y empieza a descargarse de una parte de su inmenso efectivo acumulado 517

PONIENDO LAS COSAS EN PERSPECTIVA

518

- 15-1 Dividendos versus ganancias de capital: ¿qué prefieren los inversionistas? 519
 - 15-1A Teoría de irrelevancia de los dividendos 519
 - 15-1B Razones por las que algunos inversionistas prefieren los dividendos 520
 - 15-1C Razones de que algunos inversionistas prefieran las ganancias de capital 520
- 15-2 Otras consideraciones de la política de dividendos 521
 - 15-2A Hipótesis del contenido, o señales, de la información 521
 - 15-2B Efecto de clientela 522
- 15-3 Establecimiento de la política de dividendos en la práctica 523
 - 15-3A Establecimiento de la tasa objetivo de pago de dividendos: el modelo de dividendos residuales 523
 - 15-3B Ganancias, flujos de efectivo y dividendos 528
 - Perspectivas globales. Rendimientos de los dividendos alrededor del mundo 530
 - 15-3C Procedimientos de pago 532
- 15-4 Planes de reinversión de dividendos 533
- 15-5 Resumen de los factores que influyen en la política de dividendos 535
 - 15-5A Restricciones 535
 - 15-5B Oportunidades de inversión 535
 - 15-5C Fuentes alternas de capital 536
 - 15-5D Efectos de la política de dividendos en r_s 536
- 15-6 Dividendos en acciones y divisiones de acciones 536
 - 15-6A Divisiones de acciones 537
 - 15-6B Dividendos en acciones 537
 - 15-6C Efecto en el precio de las acciones 538
- 15-7 Recompras de acciones 539
 - 15-7A Efectos de las recompras de acciones 539
 - 15-7B Ventajas de las recompras 541
 - 15-7C Desventajas de las recompras 541
 - 15-7D Conclusiones sobre las recompras de acciones 542

ESLABONAMIENTO DEL CONTENIDO 543

CASO INTEGRADO Southeastern Steel Company 548

Una mirada más atenta

Política de dividendos de Apple 549

PARTE 6

Administración del capital de trabajo y pronósticos financieros 551

CAPÍTULO 16

Administración del capital de trabajo 552

Las empresas de éxito administran eficientemente su capital de trabajo 552

PONIENDO LAS COSAS EN PERSPECTIVA 553

- 16-1 Fundamentos del capital de trabajo 553
- 16-2 Políticas de inversión en activos circulantes 554
- 16-3 Políticas de financiamiento de los activos circulantes 556
 - 16-3A Método de concordancia entre los vencimientos, o de “autoliquidación” 556
 - 16-3B Método agresivo 556
 - 16-3C Método conservador 558
 - 16-3D Elección entre métodos 558
- 16-4 El ciclo de conversión del efectivo 559
 - 16-4A Cálculo del CCC objetivo 559
 - 16-4B Cálculo del CCC con base en los estados financieros 560

Algunos ejemplos reales del ciclo de conversión del efectivo 561
- 16-5 El presupuesto de efectivo 563
- 16-6 Efectivo y valores negociables 567
 - 16-6A Moneda 567
 - 16-6B Depósitos a la vista 567
 - 16-6C Valores negociables 569
- 16-7 Inventarios 570
- 16-8 Cuentas por cobrar 571
 - 16-8A Política de crédito 571
 - 16-8B Establecimiento e implementación de la política de crédito 572
 - 16-8C Monitoreo de las cuentas por cobrar 573
- 16-9 Cuentas por pagar (crédito comercial) 574
 - Un difícil acto de equilibrio 576
- 16-10 Préstamos bancarios 577
 - 16-10A Nota de pago 577
 - 16-10B Línea de crédito 578
 - 16-10C Convenio de crédito revolvente 579
 - 16-10D Costos de los préstamos bancarios 579
- 16-11 Papel comercial 581
- 16-12 Acumulaciones (pasivos acumulados) 582
- 16-13 Uso de garantías en el financiamiento a corto plazo 582

ESLABONAMIENTO DEL CONTENIDO 583

CASO INTEGRADO Ski Equipment Inc. 589

CAPÍTULO 17

Planificación financiera y pronósticos 592

Los pronósticos efectivos son un componente importante de un desempeño sólido 592

PONIENDO LAS COSAS EN PERSPECTIVA 593

- 17-1 Planeación estratégica 593
- 17-2 El pronóstico de ventas 595
- 17-3 La ecuación de AFN 597
 - 17-3A Ajustes por exceso de capacidad 599
- 17-4 Estados financieros pronosticados 602
 - 17-4A Parte I. Entradas 604
 - 17-4B Parte II. Estado de resultados pronosticado 604
 - 17-4C Parte III. Balance general pronosticado 605
 - 17-4D Parte IV. Razones y EPS 605
 - 17-4E Uso del pronóstico para mejorar las operaciones 606
- 17-5 Uso de la regresión para mejorar los pronósticos 606
- 17-6 Análisis de los efectos de cambios en las razones 608
 - 17-6A Modificación de cuentas por cobrar 608
 - 17-6B Modificación de inventarios 608
 - 17-6C Otros “estudios especiales” 608

ESLABONAMIENTO DEL CONTENIDO 609

CASO INTEGRADO New World Chemicals Inc. 615

Una mirada más atenta

Pronóstico del desempeño futuro de Abercrombie & Fitch 617

PARTE 7

Temas especiales de administración financiera 619

CAPÍTULO 18

Derivados y administración del riesgo 620

Uso de derivados para administrar el riesgo 620

PONIENDO LAS COSAS EN PERSPECTIVA 621

- 18-1 Razones para administrar el riesgo 622
 - Los CFO evalúan los costos y beneficios de la administración del riesgo 624
- 18-2 Fundamentos de los derivados 625
- 18-3 Opciones 627
 - 18-3A Tipos y mercados de opciones 627
 - 18-3B Factores que afectan el valor de una opción de compra 629
 - 18-3C Valor de ejercicio versus precio de la opción 629
- 18-4 Introducción a los modelos de asignación de precio a las opciones 632
 - Gasto en opciones de acciones para los ejecutivos 635

- 18-5 Modelo de asignación de precio a las opciones (OPM) de Black-Scholes 635
 - 18-5A Supuestos y ecuaciones del OPM 635
 - 18-5B Ilustración del OPM 637
 - Uso del VIX como medida de los temores de los inversionistas 638
- 18-6 Contratos anticipados y de futuros 640
- 18-7 Otros tipos de derivados 644
 - 18-7A Permutas financieras 644
 - Los instrumentos de crédito crean nuevas oportunidades y riesgos 645
 - 18-7B Notas estructuradas 645
 - 18-7C Bono flotante inverso 647
- 18-8 Uso de derivados para reducir riesgos 647
 - 18-8A Exposición al precio de los valores 647
 - 18-8B Futuros 648
 - 18-8C Permutas financieras 649
 - 18-8D Exposición al precio de las materias primas 650
 - 18-8E Uso y abuso de los derivados 650
- 18-9 Administración del riesgo 651
 - 18-9A Un enfoque de la administración del riesgo 652
 - Guía de PWC para evaluar y administrar el riesgo 653

ESLABONAMIENTO DEL CONTENIDO 655

CASO INTEGRADO Tropical Sweets Inc. 659

Una mirada más atenta

NETFLIX, Inc.: Asignación de precio a opciones de compra y de venta y futuros sobre tasas de interés 660

APÉNDICE 18A

Valuación de opciones de venta 662

CAPÍTULO 19

Administración financiera multinacional 664

Empresas estadounidenses miran al exterior para aumentar el patrimonio de sus accionistas 664

PONIENDO LAS COSAS EN PERSPECTIVA 665

- 19-1 Corporaciones multinacionales, o globales 665
 - Las inversiones corporativas han generado cada vez más críticas 669
- 19-2 Administración financiera multinacional versus nacional 669
- 19-3 El sistema monetario internacional 671
 - 19-3A Terminología monetaria internacional 671
 - 19-3B Modelos monetarios corrientes 672
 - El Brexit sacude Europa 673
- 19-4 Cotizaciones de tipos de cambio 674
 - 19-4A Tipos de cambio cruzados 674
 - 19-4B Cotizaciones interbancarias de divisas 675
- 19-5 Operaciones en divisas 676
 - 19-5A Tipos de cambio al contado y a plazo 677
- 19-6 Paridad de la tasa de interés 678

- 19-7 Paridad del poder de compra 680
 - ¿Antojo de una Big Mac? ¡Vaya a Hong Kong! 682
- 19-8 Inflación, tasas de interés y tipos de cambio 684
- 19-9 Mercados internacionales de dinero y capital 685
 - 19-9A Mercados internacionales de crédito 685
 - 19-9B Mercados accionarios internacionales 686
 - Índices de mercados accionarios alrededor del mundo 687
- 19-10 Inversión en el exterior 688
 - Perspectivas globales. Medición del riesgo por país 688
 - Perspectivas globales. Invertir en acciones internacionales 689
- 19-11 Presupuestación de capital internacional 691
- 19-12 Estructuras internacionales de capital 692

ESLABONAMIENTO DEL CONTENIDO 694

CASO INTEGRADO Citrus Products Inc. 698

Una mirada más atenta

Uso de internet para seguir tipos de cambio e índices internacionales 699

CAPÍTULO 20

Financiamiento híbrido: acciones preferentes, arrendamiento, warrants y valores convertibles 700

Los inversionistas de Tesla adoran los convertibles 700

PONIENDO LAS COSAS EN PERSPECTIVA 701

- 20-1 Acciones preferentes 701
 - 20-1A Características básicas 701
 - Acciones preferentes: ¿tienen sentido para los inversionistas individuales? 702
 - 20-1B Acciones preferentes de tasa ajustable 704
 - 20-1C Ventajas y desventajas de las acciones preferentes 704
- 20-2 Arrendamiento 705
 - 20-2A Tipos de arrendamiento 705
 - Se avecinan cambios en el reporte financiero de los arrendamientos 706
 - 20-2B Efectos en los estados financieros 707
 - 20-2C Evaluación por el arrendatario 709
 - 20-2D Otros factores que afectan a las decisiones de arrendamiento 712
- 20-3 Warrants 713
 - 20-3A Precio de mercado inicial de un bono con warrants 713
 - 20-3B Uso de warrants en el financiamiento 714
 - 20-3C El componente de costos de los bonos con warrants 715
 - 20-3D Problemas de las emisiones de warrants 716
- 20-4 Convertibles 717
 - 20-4A Coeficiente de conversión y precio de conversión 717

- 20-4B El componente de costos de los convertibles 718
- 20-4C Uso de convertibles en el financiamiento 721
- 20-4D Los convertibles pueden reducir los costos de agencia 722
- 20-5 Última comparación entre warrants y convertibles 723
- 20-6 Reporte de ganancias cuando hay warrants o convertibles en circulación 724

ESLABONAMIENTO DEL CONTENIDO 724

CASO INTEGRADO Fish & Chips Inc., Parte I 730 Fish & Chips Inc., Parte II 731

Una mirada más atenta

Uso de internet para seguir valores híbridos 732

CAPÍTULO 21

Fusiones y adquisiciones 734

Amazon anuncia sus planes para adquirir Whole Foods 734

PONIENDO LAS COSAS EN PERSPECTIVA 735

- 21-1 Razones de las fusiones 736
 - 21-1A Sinergia 736
 - 21-1B Consideraciones fiscales 736
 - 21-1C Adquisición de activos por debajo de su costo de reemplazo 737
 - 21-1D Diversificación 737
 - 21-1E Incentivos personales de los gerentes 737
 - 21-1F Valor de fragmentación 738
- 21-2 Tipos de fusiones 738
- 21-3 Nivel de la actividad de fusiones 738
- 21-4 Adquisiciones hostiles frente a amistosas 740
- 21-5 Análisis de fusiones 741
 - 21-5A Valuación de la empresa meta 741

- 21-5B Establecimiento del precio de oferta 745

Más que solo estados financieros 747

- 21-5C Control después de la fusión 747

- 21-6 El papel de la banca de inversión 748

21-6A Preparación de fusiones 748

21-6B Desarrollo de tácticas defensivas 749

21-6C Establecimiento de un valor razonable 750

21-6D Financiamiento de fusiones 750

21-6E Operaciones de arbitraje 751

- 21-7 ¿Las fusiones crean valor? Evidencias empíricas 751

El historial de las grandes fusiones 752

- 21-8 Alianzas corporativas 753

- 21-9 Inversiones de capital privado 754

- 21-10 Desinversiones 754

21-10A Tipos de desinversiones 754

21-10B Ejemplos de desinversiones 755

ESLABONAMIENTO DEL CONTENIDO 757

CASO INTEGRADO Smitty's Home Repair Company 760

Una mirada más atenta

Uso de Dealbook para seguir anuncios recientes de fusiones y adquisiciones 761

APÉNDICES

- APÉNDICE A Soluciones de las preguntas y problemas de autoevaluación A-1
- APÉNDICE B Respuestas de problemas selectos de fin de capítulo B-1
- APÉNDICE C Ecuaciones y tablas selectas C-1

ÍNDICE ANALÍTICO I-1

Cuando se publicó la primera edición de *Fundamentos*, hace 40 años, quisimos ofrecer un texto introductorio que los estudiantes encontraran interesante y fácil de comprender. *Fundamentos* se convirtió de inmediato en el principal texto de finanzas para estudios de licenciatura y ha mantenido esa posición desde entonces. Nuestra meta continua en esta edición fue producir un libro y un paquete complementario que establezcan un nuevo estándar para los libros de texto de finanzas.

Las finanzas son un campo emocionante y en cambio permanente. Desde la edición anterior han ocurrido muchas transformaciones en el entorno financiero global. En medio de este variable entorno, este es sin duda un momento interesante para estudiar finanzas. En esta edición más reciente hemos destacado y analizado los sucesos que condujeron a esos cambios desde una perspectiva financiera. Aunque el entorno financiero no cesa de alterarse, los probados y ciertos principios que este libro ha enfatizado en las cuatro últimas décadas son ahora más importantes que nunca.

Estructura del libro

El público al que nos dirigimos lo integran los estudiantes que toman su primer, y quizá único, curso de finanzas. Algunos de esos alumnos decidirán seguir la carrera de finanzas y tomarán posteriormente cursos de inversiones, mercados de dinero y de capitales, y finanzas avanzadas. Otros elegirán marketing, administración u otras carreras de negocios no financieras. Otros más se especializarán en áreas diferentes a la de los negocios y tomarán su curso de finanzas y otros cursos de negocios para obtener información que les ayude en los campos del derecho, los bienes raíces y otros.

Nuestro reto ha sido ofrecer un libro que sirva a todas esas audiencias. Nos concentramos en los principios básicos de la finanzas, que incluyen los temas esenciales valor temporal del dinero, análisis de riesgos y valuación. En cada caso abordamos estos temas desde dos puntos de vista: 1) el de un inversionista que busca tomar decisiones de inversión inteligentes y 2) el de un gerente de una empresa que intenta maximizar el valor de las acciones de su compañía. Tanto inversionistas como gerentes deben conocer el mismo conjunto de principios, así que los temas básicos son importantes para los estudiantes independientemente de lo que decidan hacer después de terminar el curso.

En la planeación de la estructura, primero enlistamos los temas fundamentales de finanzas que son importantes para casi todos. Se incluye una panorámica de los mercados financieros, los métodos utilizados para estimar los flujos de efectivo que determinan los valores de los activos, el valor temporal del dinero, las determinantes de las tasas de interés, los rudimentos del análisis de riesgos y los elementos de los procedimientos de valuación de bonos y acciones. Cubrimos estos temas básicos en los nueve primeros capítulos. Luego, como la mayoría de los estudiantes del curso probablemente trabajarán en una empresa lucrativa, deseamos mostrarles cómo se implementan en la práctica esas ideas esenciales. Así, procederemos a analizar el costo del capital, la presupuestación del capital, la estructura del capital, la política de dividendos, la administración del capital de trabajo, la formulación de pronósticos financieros, el control de riesgos, las operaciones internacionales, los valores híbridos y las fusiones y adquisiciones.

Los alumnos que no seguirán una carrera en las finanzas se preguntan a veces por qué deben aprender finanzas. Conforme hemos estructurado el libro, pronto resulta obvio para todos por qué deben conocer el valor temporal, el riesgo, los mercados y la valuación. Prácticamente todos los estudiantes enrolados en el curso básico esperan disponer en algún momento de dinero para invertir, y se dan cuenta rápidamente de que los conocimientos obtenidos en los capítulos 1 al 9 les ayudarán a tomar mejores decisiones de inversión. Además, los estudiantes que planean incorporarse al mundo de

los negocios se percatan pronto de que su éxito requiere que sus empresas sean exitosas, y los temas cubiertos en los capítulos 10 al 21 serán de utilidad en este caso. Por ejemplo, buenas decisiones de presupuestación de capital requieren pronósticos atinados del personal de ventas, marketing, producción y recursos humanos; y las personas que se desempeñan en campos diferentes a las finanzas deben saber cómo sus actos afectan las ganancias y el futuro desempeño de la empresa.

Organización de los capítulos: enfoque en la valuación

Como se explicará en el capítulo 1, en un sistema de empresas como el de Estados Unidos la meta primaria de la administración financiera es maximizar el valor de las empresas. Al mismo tiempo, subrayaremos que los gerentes no deben hacer “lo que sea” para aumentar el precio de las acciones de la compañía. Los gerentes tienen la responsabilidad de comportarse de manera ética, y cuando se esmeran en maximizar el valor deben respetar restricciones como no contaminar el medio ambiente, no incurrir en prácticas laborales injustas, no infringir las leyes antimonopolio, etcétera. En el capítulo 1 expondremos el concepto de valuación, explicaremos cómo este depende de los flujos futuros de efectivo y el riesgo y mostraremos por qué la maximización del valor es buena para la sociedad en general. Este tema de la valuación recorre el libro entero.

Los valores de acciones y bonos se determinan en los mercados financieros, así que el conocimiento de estos mercados es esencial para cualquier persona relacionada con las finanzas. Así, el capítulo 2 cubrirá los principales tipos de mercados financieros, las tasas de rendimiento que los inversionistas han obtenido históricamente sobre diferentes tipos de valores bursátiles y los riesgos inherentes a estos valores. Esta información es importante para cualquier persona que se desempeña en las finanzas, así como para cualquiera que tiene o espera tener activos financieros. En este capítulo también destacaremos cómo ha cambiado este entorno tras la crisis financiera.

Los valores de los activos dependen en un sentido fundamental de las ganancias y flujos de efectivo que se reportan en los estados contables. Por tanto, examinaremos esos estados en el capítulo 3, mientras que en el capítulo 4 mostraremos cómo los datos contables pueden analizarse y utilizarse para medir qué tan bien ha operado una compañía en el pasado y qué tan bien es probable que se desempeñe en el futuro.

El capítulo 5 cubrirá el valor del dinero en el tiempo (TVM), quizá el concepto fundamental de las finanzas. El modelo básico de valuación que reúne los flujos de efectivo, el riesgo y las tasas de interés se basa en conceptos del TVM, los cuales se emplearán en la parte restante del libro. Así, los estudiantes deberán dedicar mucho tiempo al estudio del capítulo 5.

El capítulo 6 trata acerca de las tasas de interés, un determinante clave de los valores de los activos. Explicaremos cómo las tasas de interés son afectadas por el riesgo, la inflación, la liquidez, la oferta y demanda de capital en la economía y los actos de la Reserva Federal. El análisis de las tasas de interés lleva directamente a los temas acerca de los bonos en el capítulo 7 y de las acciones en los capítulos 8 y 9, donde mostraremos cómo estos valores bursátiles (y todos los demás activos financieros) se valúan con el uso del modelo TVM básico.

El material de respaldo provisto en los capítulos 1 al 9 es esencial tanto para inversionistas como para gerentes corporativos. Estos son temas financieros, no de finanzas de negocios o corporativas, en el uso común de esos términos. Así, los capítulos 1 al 9 se concentran en los conceptos y modelos usados para establecer valores, mientras que los capítulos 10 al 21 se centran en actos específicos que los gerentes pueden emprender para maximizar el valor de su empresa.

Puesto que la mayoría de los estudiantes de negocios no piensan especializarse en finanzas, podrían pensar que los capítulos de finanzas de negocios no son particularmente relevantes para ellos. Esto es totalmente falso, y en esos capítulos posteriores demostraremos que todas las decisiones de negocios importantes implican a todos los departamentos

de una empresa: marketing, contabilidad, producción y demás. Así, aunque un tema como la presupuestación de capital puede concebirse como un asunto financiero, el personal de marketing ofrece aportaciones sobre probables ventas unitarias y precios de venta; el personal de manufactura las ofrece sobre costos, y así sucesivamente. Además, las decisiones de presupuestación de capital influyen en el tamaño de la empresa, sus productos, sus ganancias y el precio de sus acciones, y esos factores afectan a todos los empleados de la compañía, desde el director general hasta el personal a cargo de la correspondencia.

Innovaciones de la decimoquinta edición

Muchas cosas han ocurrido en los mercados financieros y las corporaciones estadounidenses desde que se publicó la decimocuarta edición. En esta decimoquinta edición hemos hecho varios cambios importantes para reflejar ese dinámico entorno. A continuación daremos un breve resumen de los cambios más significativos.

1. Los estudiantes de hoy son los líderes de los negocios y el gobierno de mañana, así que es esencial que comprendan los principios clave de las finanzas y el importante papel que los mercados y las instituciones financieras tienen en la economía. Desde la edición anterior varios sucesos clave han influido de manera significativa en los mercados financieros y las finanzas en general. En los últimos años hemos presenciado una continua mejora, lenta pero segura, de la economía mundial; la drástica reducción de los precios del petróleo; la sorpresiva elección del presidente Donald J. Trump, en noviembre de 2016, y un descontento permanente en el exterior. Al mismo tiempo, la Reserva Federal ha comenzado a elevar poco a poco las tasas de interés luego de su agresiva política de depuración cuantitativa que redujo las tasas de interés a sus niveles más bajos en muchos años. Presenciamos asimismo, entre agosto de 2014 y agosto de 2017, el sistemático y drástico ascenso del mercado de valores estadounidense a niveles récord. A todo lo largo de la decimoquinta edición expondremos estos sucesos y sus implicaciones para los mercados financieros y los gerentes corporativos, y usaremos estos ejemplos para ilustrar la importancia de los conceptos clave cubiertos en *Fundamentos* para los inversionistas, las empresas e incluso los funcionarios gubernamentales.
2. En la decimoquinta edición también hemos seguido destacando las importantes influencias de la creciente globalización y la cambiante tecnología. Estas influencias han creado nuevas oportunidades, pero han generado por igual nuevas fuentes de riesgo para individuos y empresas. Notablemente, desde la edición anterior, hemos visto el fenomenal aumento en el precio de las acciones del FANG (Facebook, Amazon, Netflix y Alphabet, la compañía matriz de Google). Hemos visto también las ofertas públicas iniciales de Snapchat y Alibaba, las perturbadoras fuerzas de Uber y Airbnb, el continuo ascenso de Bitcoin y varias fusiones de alto perfil.
3. Profesores y alumnos nos insisten en la importancia de tener ejemplos reales interesantes y relevantes. A lo largo de la decimoquinta edición hemos añadido nuevos ejemplos en los que acontecimientos recientes contribuyen a ilustrar los conceptos clave que se abordan en el texto. Añadimos varios recuadros en los que se analizan conceptos del capítulo con impacto en compañías reales: capítulo 2: “La expectativa inicial que rodea a las OPI no siempre se traduce en éxito un duradero” y “Comisiones bajas motivan a los inversionistas a transitar a los fondos de índice”; capítulo 3: “El Congreso considera cambios significativos al Código Fiscal”; capítulo 4: “La carga de deuda de los hogares ha disminuido en los últimos años”; capítulo 6: “Los bancos europeos enfrentan la realidad de tasas de interés negativas”; capítulo 9: “¿Los fondos de ‘beta inteligente’ son una idea inteligente?”; y capítulo 19: “El Brexit sacude Europa”. También hemos ampliado y actualizado las numerosas tablas en las que presentamos datos reales y revisado nuestros problemas de “Una mirada más atenta”. Por último, como de costumbre, hicimos cambios significativos a muchas de las viñetas que preceden a cada capítulo.

4. La teoría conductual de las finanzas sigue teniendo importante influencia en la bibliografía académica y en muchos sentidos ha reconfigurado el modo en que muchos de nosotros concebimos los mercados financieros y las finanzas corporativas. Además, continuamos resaltando la importancia de la *titularización*, el papel de los derivados y la creciente importancia de los fondos de cobertura, los fondos de inversión y los fondos privados.
5. Actualizamos el análisis de impuestos del capítulo 3 para reflejar las tasas impositivas de 2017 (habiendo escrito el texto en el verano de 2017) para las declaraciones fiscales por presentar a más tardar el 15 de abril de 2018. Los impactos de estos cambios se analizan a lo largo del texto, en especial en los capítulos sobre la estructura del capital y los dividendos. Finalmente, añadimos un análisis de los IRA y Roth tradicionales.
6. En el capítulo 3 revisamos la definición de capital de trabajo operativo. Siguiendo prácticas reales y el incremento en el número de compañías con carteras de efectivo extremadamente grandes, excluimos ahora el efectivo en exceso de nuestro cálculo del activo circulante operativo. En respuesta a este cambio, ahora también permitimos el activo no operativo en nuestras estimaciones de valuación de acciones del capítulo 9.
7. Para reflejar mejor las actuales condiciones del mercado, las tasas de interés de la sección 8-4 (“Relación entre riesgo y tasas de rendimiento”) y de la sección 9-6 (“Valuación de acciones de crecimiento no constante”) se redujeron, así que las figuras que acompañan a esas secciones fueron puestas al día en consecuencia.
8. En el capítulo 15 añadimos análisis actualizados de los DRIP de compañías comprendidas en el promedio industrial Dow Jones. Además, pusimos al día el análisis de la actividad de recompra de acciones circulantes.
9. Actualizamos los datos de tipo de cambio del capítulo 19 para reflejar lo que sucede en el mundo hoy en día. Así, todas las figuras y análisis del texto se pusieron al día, como los recuadros “¿Antojo de una Big Mac? ¡Vaya a Hong Kong!”, “Índices de mercados accionarios alrededor del mundo”, “Medición del riesgo por país” e “Invertir en acciones internacionales”.
10. Profesores y alumnos nos insisten en la importancia de revisar los problemas de fin de capítulo para facilitar el proceso de aprendizaje. Con este propósito, revisamos aproximadamente 50% de los problemas de fin de capítulo de todo el texto. Revisamos además los “Casos integrados” de los capítulos 8 y 9, en reflejo de los rendimientos decrecientes que hoy existen en el mercado.

Para la revisión del texto nos hemos apoyado, como siempre, en un equipo de revisores que ofrecen sugerencias para que el texto sea más legible y relevante para los alumnos. Daremos gracias especiales a estos revisores más adelante; sus comentarios y recomendaciones nos ayudaron sin duda a mejorar esta decimoquinta edición.

Nota importante: Las marcas que se mencionan en este libro son marcas registradas cuyos derechos pertenecen a sus titulares, se mencionan exclusivamente con fines ilustrativos para el aprendizaje de los estudiantes.

Agradecimientos

Este libro refleja los esfuerzos de muchas personas, tanto de las que trabajaron en el pasado en *Fundamentos* y nuestros libros asociados como quienes trabajaron específicamente en esta decimoquinta edición. Primero queremos darle las gracias a Dana Aberwald Clark, quien trabajó muy de cerca con nosotros en cada etapa de la revisión; su asistencia fue absolutamente invaluable.

Nuestros colegas John Banko, Roy Crum, Jim Keys, Andy Naranjo, M. Nimalendran, Jay Ritter, Mike Ryngaert, Craig Tapley y Carolyn Takeda Brown nos hicieron muchas y muy útiles sugerencias al paso de los años respecto a los materiales auxiliares y muchas partes del libro, incluidos los casos integrados. También nos beneficiamos del trabajo de Mike Ehrhardt y Phillip Daves, de la University of Tennessee, quienes trabajaron con nosotros en los libros complementarios.

Nos gustaría agradecer también a los siguientes profesores cuyas revisiones y comentarios sobre este y nuestros libros anteriores contribuyeron a esta edición:

Rebecca Abraham	Laurence E. Blose	Phil Cooley	David Feller
Robert Abraham	Russ Boisjoly	Joe Copeland	Richard J. Fendler
Joe Adamo	Bob Boldin	David Cordell	Michael Ferri
Robert Adams	Keith Boles	Marsha Cornett	Jim Filkins
Mike Adler	Michael Bond	M. P. Corrigan	John Finnerty
Cyrus Alesseyed	Elizabeth Booth	John Cotner	Robert Fiore
Sharif Ahkam	Geof Booth	Charles Cox	Susan Fischer
Syed Ahmad	Waldo Born	David Crary	Peggy Fletcher
Ed Altman	Brian Boscaljon	John Crockett Jr.	Steven Flint
Bruce Anderson	Steven Bouchard	Julie Dahlquist	Russ Fogler
Ron Anderson	Kenneth Boudreaux	Brent Dalrymple	Jennifer Foo
Tom Anderson	Rick Boulware	Bill Damon	Jennifer Frazier
John Andrews	Helen Bowers	Morris Danielson	Dan French
Bob Angell	Oswald Bowlin	Joel Dauten	Harry Gallatin
Vince Apilado	Don Boyd	Steve Dawson	Partha Gangopadhyay
Harvey Arbalaez	G. Michael Boyd	Sankar De	John Garfinkel
Kavous Ardalan	Pat Boyer	Fred Dellva	Michael Garlington
Henry Arnold	Joe Brandt	Jim DeMello	David Garraty
Tom Arnold	Elizabeth Brannigan	Chad Denson	Sharon H. Garrison
Bob Aubey Gil	Mary Broske	James Desreumaux	Jim Garven
Babcock Peter	Christopher Brown	Thomas Devaney	Adam Gehr Jr.
Bacon Chung Baek	David T. Brown	Bodie Dickerson	Jim Gentry
Bruce Bagamery	Kate Brown	Bernard Dill	Sudip Ghosh
Kent Baker	Larry Brown	Gregg Dimkoff	Wafica Ghoul
Robert J. Balik	Todd A. Brown	Les Dlabay	Erasmus Giambona
Tom Bankston	Bill Brueggeman	Nathan Dong	Armand Gilinsky Jr.
Babu Baradwaj	Paul Bursik	Mark Dorfman	Philip Glasgo
Les Barenbaum	Alva Butcher	Tom Downs	Rudyard Goode
Charles Barngrover	Bill Campsey	Frank Draper	Raymond Gorman
Sam Basu	W. Thomas Carls	Anne M. Drougas	Walt Goulet
Deborah Bauer	Bob Carlson	Gene Drzycinski	Bernie Grablowsky
Greg Bauer	Severin Carlson	David A. Dubofsky	Theoharry
Laura A. Beal	David Cary	Dean Dudley	Grammatikos
David Becher	Steve Celec	David Durst	Georg Grassmueck
Bill Beedles	Mary Chaffin	Ed Dyl	Greg Gregoriou
Brian Belt	Rajesh Chakrabarti	Fred J. Ebeid	Owen Gregory
Moshe Ben-Horim	Charles Chan	Daniel Ebels	Ed Grossnickle
Gary Benesh	Don Chance	Richard Edelman	John Groth
Bill Beranek	Antony Chang	Charles Edwards	Alan Grunewald
Tom Berry	Susan Chaplinsky	Scott Ehrhorn	Manak Gupta
Al Berryman	K. C. Chen	U. Elike	Darryl Gurley
Will Bertin	Jay Choi	John Ellis	Sam Hadaway
Scott Besley	S. K. Choudhary	George Engler	Don Hakala
Dan Best	Lal Chugh	Suzanne Erickson	Gerald Hamsmith
Mark S. Bettner	Peter Clarke	Dave Ewert	Mahfuzul Haque
Roger Bey	Maclyn Clouse	John Ezzell	William Hardin
Gilbert W. Bickum	Thomas S. Coe	Olubunmi Faleye	John Harris
Dalton Bigbee	Bruce Collins	L. Franklin	Mary Hartman
John Bildersee	Mitch Conover	Fant John Farns	Paul Hastings
Kenneth G. Bishop	Margaret Considine	John Farris	Bob Haugen

Steve Hawke	Robert Kleiman	Terry Martell	Napoleon Overton
Stevenson Hawkey	Erich Knehans	David Martin	R. Daniel Pace
Del Hawley	Don Knight	D. J. Masson	Darshana Palkar
Eric M. Haye	Ladd Kochman	John Mathys	Jim Pappas
Robert Hehre	Dorothy Koehl	Ralph May	Stephen Parrish
Jeff Heinfeldt	Jaroslav Komarynsky	John McAlhany	Helen Pawlowski
Brian Henderson	Duncan Kretovich	Andy McCollough	Barron Peake
Kath Henebry	Harold Krogh	Ambrose McCoy	Michael Pescow
David Heskel	Charles Kroncke	Thomas McCue	Glenn Petry
George Hettenhouse	Don Kummer	Bill McDaniel	Jim Pettijohn
Hans Heymann	Robert A. Kunkel	John McDowell	Rich Pettit
Kendall Hill	Reinhold Lamb	Charles McKinney	Dick Pettway
Roger Hill	Christopher J. Lambert	Robyn McLaughlin	Aaron Phillips
Tom Hindelang	Joan Lamm	James McNulty	Hugo Phillips
Linda Hittle	Larry Lang	Jeanette Medewitz-	Michael Phillips
Ralph Hocking	David Lange	Diamond	H. R. Pickett
Robert P. Hoffman	P. Lange	Jamshid Mehran	John Pinkerton
J. Ronald Hoffmeister	Howard Lanser	Larry Merville	Gerald Pogue
Robert Hollinger	Alex Lau	Rick Meyer	Eugene Poindexter
Jim Horrigan	Catherine Lau	Jim Millar	R. Potter
John Houston	Edward Lawrence	Ed Miller	Franklin Potts
John Howe	Martin Lawrence	John Miller	R. Powell
Keith Howe	Jerry M. Leabman	Jill Misuraca	Dianna Preece
Stephen Huffman	Rick LeCompte	John Mitchell	Chris Prestopino
Steve Isberg	Alice Lee	Carol Moerdyk	John Primus
Jim Jackson	Wayne Lee	Bob Moore	Jerry Prock
Kevin T. Jacques	Jim LePage	Scott B. Moore	Howard Puckett
Keith Jakob	Vance Lesseig	Jose F. Moreno	Herbert Quigley
Vahan Janjigian	David E. LeTourneau	Matthew Morey	George Racette
Narayanan Jayaraman	Denise Letterman	Barry Morris	Bob Radcliffe
Benjamas Jirasakuldech	Jules Levine	Gene Morris	David Rakowski
Zhenhn Jin	John Lewis	Dianne R. Morrison	Narendar V. Rao
Kose John	Jason Lin	John K. Mullen	Allen Rappaport
Craig Johnson	Chuck Linke	Chris Muscarella	Charles R. Rayhorn
Keith Johnson	Yi Liu	David Nachman	Bill Rentz
Ramon Johnson	Bill Lloyd	Tim Nantell	Thomas Rhee
Steve Johnson	Susan Long	Don Nast	Ken Riener
Ray Jones Frank	Robert L. Losey	Edward Nelling	Charles Rini
Jordan Manuel	Nancy L. Lumpkin	Bill Nelson	John Ritchie
Jose Sally	Yulong Ma	Bob Nelson	Bill Rives
Joyner Alfred	Fraser MacHaffie	Tom C. Nelson	Pietra Rivoli
Kahl Gus	Judy Maese	William Nelson	Antonio Rodriguez
Kalogeras Rajiv	Bob Magee	Duong Nguyen	James Rosenfeld
Kalra Ravi Kamath	Ileen Malitz	Bob Niendorf	Stuart Rosenstein
John Kaminarides	Bob Malko	Bruce Niendorf	E. N. Roussakis
Ashok Kapoor	Phil Malone	Ben Nonnally Jr.	Dexter Rowell
Howard Keen	Abbas Mamoozadeh	Tom O'Brien	Saurav Roychoudhury
Michael Keenan	Terry Maness	William O'Connell	John Rozycki
Bill Kennedy	Chris Manning	Dennis O'Connor	Arlyn R. Rubash
Peppi M. Kenny	Surendra Mansinghka	John O'Donnell	Marjorie Rubash
Carol Kiefer	Timothy Manuel	Jim Olsen	Bob Ryan
Joe Kiernan	Barry Marchman	Robert Olsen	Jim Sachlis
Richard Kish	Brian Maris	Dean Olson	Abdul Sadik

Travis Sapp	Patricia Smith	Ted Teweles	Joe Walker
Salil Sarkar	Patricia Matisz Smith	Madeline Thimmes	John Walker
Thomas Scampini	Dean S. Sommers	Samantha Thapa	Mike Walker
Kevin Scanlon	Don Sorensen	Francis D. Thomas	Elizabeth J. Wark
Frederick Schadeler	David Spears	Andrew Thompson	Sam Weaver
Patricia L. Schaeff	Michal Spivey	John Thompson	Marsha Weber
David Schalow	Ken Stanley	Thomas H. Thompson	Al Webster
Mary Jane Scheuer	Kenneth Stanton	Arlene Thurman	Shelton Weeks
David Schirm	Ed Stendardi	Dogan Tirtirogu	Kuo-Chiang Wei
Harold Schleef	Alan Stephens	Janet Todd	Bill Welch
Tom Schmidt	Don Stevens	Holland J. Toles	Fred Weston
Oliver Schnusenberg	Glenn L. Stevens	William Tozer	Richard Whiston
Robert Schwebach	Jerry Stevens	Emery Trahan	Jeffrey Whitworth
Carol Schweser	Lowell E. Stockstill	George Trivoli	Norm Williams
John Settle	Glen Strasburg	Eric Tsai	Frank Winfrey
Alan Severn	David Suk	George Tsetsekos	Tony Wingler
James Sfiridis	Katherine Sullivan	David Tufte	Ed Wolfe
Sol Shalit	Kathie Sullivan	David Upton	Criss Woodruff
Eliot H. Sherman	Timothy G. Sullivan	Lloyd Valentine	Don Woods
Frederic Shipley	Philip Swensen	Howard Van Auken	Yangru Wu
Dilip Shome	Bruce Swenson	Pretorious Van den Dool	Robert Wyatt
Ron Shrieves	Ernest Swift	Pieter Vandenberg	Steve Wyatt
Neil Sicherman	Paul Swink	Paul Vanderheiden	Sheng Yang
J. B. Silvers	Eugene Swinnerton	David O. Vang	Elizabeth Yobaccio
Sudhir Singh	Gary Tallman	JoAnn Vaughan	Michael Yonan
Clay Singleton	Dular Talukdar	Jim Verbrugge	David Zalewski
Amit Sinha	Dennis Tanner	Patrick Vincent	John Zietlow
Joe Sinkey	T. Craig Tapley	Steve Vinson	Dennis Zocco
Stacy Sirmans	Russ Taussig	Susan Visscher	Sijing Zong
Greg Smersh	John Teall	John Wachowicz	Kent Zumwalt
Jaye Smith	Richard Teweles		

Gracias en especial a Shirley Love de la Idaho State University, quien elaboró algunas tablas relacionadas con temas de las pequeñas empresas; a Emery Trahan y Paul Bolster de la Northeastern University por sus contribuciones; a Dilip Shome del Virginia Polytechnic Institute, quien nos ayudó mucho en el capítulo sobre la estructura del capital; a Dave Brown y Mike Ryngaert de la University of Florida, que nos ayudaron con el material sobre la quiebra; a Roy Crum, Andy Naranjo y Subu Venkataraman, quienes trabajaron con nosotros en los materiales internacionales; a Scott Below, de la East Carolina University, que desarrolló la información del sitio web y las referencias; a Laurie y Stan Eakins de East Carolina, quienes desarrollaron los materiales tutoriales de Excel para el sitio web; a Larry Wolken de la Texas A&M University, que ofreció su trabajo y consejos para desarrollar el Lecture Presentation Software; y a Christopher Buzzard quien nos ayudó a desarrollar los modelos con Excel, el sitio web y las presentaciones con PowerPoint. Finalmente, agradecemos también las contribuciones del ya desaparecido Chris Barry, quien escribió los recuadros de algunos capítulos en ediciones anteriores.

Por último, gracias al equipo de Cengage Learning, en especial a Joe Sabatino, Brittany Waitt, Nadia Saloom, Brandon Foltz, Mark Hopkinson, Nathan Anderson, Michelle Kunkler y Renee Schnee, quienes nos ayudaron enormemente en todas las fases de desarrollo y producción de este libro.

Conclusión

En estricto sentido, las finanzas son la piedra angular del sistema de empresas: una buena administración financiera es vital para la solidez económica de todas las compañías, y, por tanto, de una nación y del mundo. Dada esta importancia, las finanzas deben ser amplia y exhaustivamente conocidas, aunque esto es más fácil de decir que de hacer. El campo es complejo y sufre constantes cambios debido a alteraciones en las condiciones económicas. Todo esto vuelve a las finanzas estimulantes e interesantes, pero también desafiantes y a veces desconcertantes. Esperamos sinceramente que esta decimoquinta edición de *Fundamentos* venza su propio reto y contribuya a una mejor comprensión del sistema financiero.

EUGENE F. BRIGHAM
JOEL F. HOUSTON
Warrington College of Business
University of Florida
P.O. Box 117168
Gainesville, FL 32611-7168
bhfundamentals@gmail.com

Acerca de los autores

Eugene F. Brigham *University of Florida*

El doctor Eugene F. Brigham es profesor-investigador emérito de la University of Florida, donde ha impartido clases desde 1971. Recibió su maestría y doctorado en la University of California-Berkeley, y su licenciatura en la University of North Carolina. Antes de incorporarse a la University of Florida ocupó puestos docentes en University of Connecticut, University of Wisconsin y University of California-Los Angeles. Ha sido presidente de la Financial Management Association y ha escrito muchos artículos especializados sobre costo de capital, estructura de capital y otros aspectos de la administración financiera. Es autor o coautor de 10 libros de texto sobre administración financiera y económica, que se emplean en más de mil universidades de Estados Unidos y que han sido traducidos a 11 lenguas en el mundo entero. Ha declarado como experto en numerosos casos de tarifas eléctricas, de gasolina y telefónicas en los niveles tanto federal como estatal. Ha sido consultor de numerosas corporaciones y organismos de gobierno como la Junta de la Reserva Federal, la Federal Home Loan Bank Board, la U.S. Office of Telecommunications Policy y la RAND Corporation. Pasa su tiempo libre en el campo de golf, disfrutando de la compañía de su familia y sus perros y realizando actividades de aventuras al aire libre como recorrer Alaska en bicicleta.

Joel F. Houston *University of Florida*

Joel F. Houston es titular de la cátedra de finanzas John B. Hall en la University of Florida. Recibió su maestría y doctorado en la Wharton School de la University of Pennsylvania y su licenciatura en el Franklin and Marshall College. Antes de su nombramiento en la University of Florida, el doctor Houston fue economista en el Banco de la Reserva Federal de Filadelfia. Sus investigaciones se desarrollan principalmente en las áreas de finanzas corporativas e instituciones financieras y su trabajo ha sido publicado en varias revistas especializadas, entre ellas *Journal of Finance*, *Journal of Financial Economics*, *Journal of Business*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* y *Financial Management*. El profesor Houston es también en la actualidad director asociado de *Journal of Money, Credit and Banking*, *The Journal of Financial Services Research* y *The Journal of Financial Economic Policy*. Desde su arribo a la University of Florida, en 1987, ha recibido 20 premios a la docencia destacada y ha participado activamente en la educación de licenciatura y de posgrado. Además de ser coautor de importantes libros de texto de administración financiera, ha participado en cursos de educación en administración para el PURC/World Bank Program, Southern Company, Exelon Corporation y Volume Services America. Le gusta jugar golf, trabajar y pasar tiempo con su esposa (Sherry), sus dos hijos (Chris y Meredith) y su nuera (Rena). Es un ávido aficionado a los deportes seguidor de los Gators de Florida y de los Acereros, los Piratas y los Pingüinos de Pittsburgh.

Parte 1

Introducción a la administración financiera

CAPÍTULOS

- 1 Una visión panorámica de la administración financiera**
- 2 Mercados e instituciones financieros**

Una visión panorámica de la administración financiera

CAPÍTULO

1



Microsoft

© Philip Lange/Shutterstock.com

Alcanzar el equilibrio correcto

En 1776 Adam Smith describió cómo una “mano invisible” guía a las compañías en su búsqueda de ganancias, y que esa mano las conduce a decisiones que benefician a la sociedad. Las ideas de Smith lo llevaron a concluir que la maximización de las ganancias es la meta correcta de una compañía y que el sistema de libre empresa es el mejor para la sociedad. Pero el mundo ha cambiado desde 1776. Hoy las compañías son mucho más grandes, operan globalmente, tienen miles de empleados y son propiedad de millones de accionistas. Esto nos hace preguntarnos si la “mano invisible” sigue ofreciendo una guía confiable: ¿las compañías deben continuar tratando de maximizar sus ganancias o deberían adoptar una visión más amplia y emprender acciones más equilibradas diseñadas para beneficiar a sus clientes, empleados y proveedores, así como a la sociedad en general?

Muchos académicos y profesionales de las finanzas suscriben hoy la siguiente versión modificada de la teoría de Adam Smith:

- La principal meta financiera de una empresa debe ser maximizar el patrimonio de sus accionistas, lo que significa maximizar el valor de sus acciones.
- La libre empresa aún es el mejor sistema económico para la sociedad en su conjunto. En el marco de la libre empresa, las compañías desarrollan productos y servicios que la gente necesita y que benefician a la sociedad.
- Sin embargo, se requieren algunas restricciones: no debe permitirse que las empresas contaminen el aire y el agua, sigan prácticas de empleo injustas o creen monopolios que exploten a los consumidores.

Estas restricciones adoptan diferentes formas. La primera serie de restricciones son los

costos que se imponen a las compañías que emprenden acciones que dañan a la sociedad. Otra serie de restricciones emerge del proceso político, donde se impone una gran variedad de reglamentos diseñados para impedir que las compañías incurran en prácticas perjudiciales para la sociedad. Aplicados de manera apropiada, esos costos transfieren valor a las partes afectadas y contribuyen a crear incentivos que ayudan a impedir que ocurran hechos similares en el futuro.

La reciente crisis financiera ilustra con elocuencia esos aspectos. Vimos a muchas sociedades de Wall Street incurrir en actividades sumamente arriesgadas que llevaron al sistema financiero estadounidense al borde del colapso en 2007 y 2008. Salvar al sistema financiero requirió un paquete de rescate de los bancos y otras sociedades financieras, mismo que impuso altos costos a los ciudadanos y contribuyó a sumir a la economía en una profunda recesión. Aparte del alto costo impuesto a la sociedad, las empresas financieras también pagaron un alto precio: varias instituciones financieras líderes vieron caer desmesuradamente el precio de sus acciones, algunas quebraron y cerraron, y muchos ejecutivos de Wall Street perdieron su empleo.

Cabe suponer que esos costos no bastan para impedir que ocurra otra crisis financiera. Muchos sostienen que los sucesos en torno a esa crisis ilustran que los mercados no siempre operan como deberían y que se precisa de una regulación más firme del sector financiero. Por ejemplo, en libros recientes el premio Nobel Joseph Stiglitz ha abogado decididamente a favor de una mayor regulación. Al mismo tiempo, otros con convicciones políticas diferentes continúan expresando preocupaciones por los costos de una regulación excesiva.

Más allá de la crisis financiera, está la gran pregunta acerca de si las leyes y los reglamentos son suficientes para forzar a las empresas a actuar en beneficio de la sociedad. Un creciente número de compañías aún reconocen la necesidad de maximizar el patrimonio de los accionistas, pese a que también conciben su misión como algo más que solo ganar dinero para estos. El lema de Alphabet, la compañía matriz de Google, es "Haz lo correcto: cumple la ley, actúa con honor y trata respetuosamente a todos". De conformidad con esta misión, esa compañía cuenta con una fundación propia que cada año hace grandes inversiones en una amplia gama de organizaciones filantrópicas en todo el mundo.

Microsoft es otro buen ejemplo de una compañía que se ha forjado una excelente reputación gracias a los pasos que ha dado para ser socialmente responsable. Recientemente, en su blog corporativo, esta compañía dio a conocer su Informe Corporativo de Responsabilidad Social 2016. En este informe destacó su misión general:

En Microsoft, nuestra misión es potenciar a cada persona y cada organización del planeta para que pueda lograr más.

Nos importa mucho cómo cumplimos esa misión y nuestro impacto duradero en el mundo. En toda la compañía nos esmeramos en aplicar el poder de la tecnología para garantizar la responsabilidad corporativa, salvaguardar los derechos humanos y proteger nuestro planeta. Este compromiso es central en el motivo de que muchos de nuestros empleados se presenten a trabajar todos los días e impacta en el tipo de productos y servicios que desarrollamos.

En casi las dos últimas décadas el cofundador de Microsoft, Bill Gates, y su esposa, Melinda Gates, han dedicado asimismo el grueso de su tiempo, dinero y energía a la Bill & Melinda Gates Foundation, la cual ha realizado notables inversiones para combatir algunos de los más graves problemas de la sociedad a escala global. En su reciente informe anual, esa fundación reportó un fondo de cerca de 40 000 millones de dólares e indicó que había otorgado subvenciones por 36 700 millones hasta fines de 2015. Atrajo igualmente al conocido benefactor Warren Buffett, quien en 2006 anunció que donaría una porción significativa de su fortuna a la Gates Foundation. A la fecha, Buffett ha contribuido ya con más de 17 000 millones de dólares, y ha prometido mucho más para el futuro.

Pese a que muchas compañías e individuos han dado pasos muy relevantes para demostrar su compromiso con la responsabilidad social, los gerentes corporativos suelen enfrentar un arduo acto de equilibrio. En términos realistas, todavía hay casos de compañías que encaran conflictos entre sus diversos sectores; por ejemplo, una compañía podría elevar el patrimonio de sus accionistas despidiendo a algunos trabajadores, o un cambio de políticas podría mejorar el medio ambiente pero reducir el patrimonio de los accionistas. En estos casos, los gerentes tienen que equilibrar esos intereses en pugna y distintos gerentes tomarán obviamente decisiones diferentes. En definitiva, todas las compañías se empeñan en buscar el equilibrio correcto. Los gerentes sensatos reconocen que el dinero no es la vida, pero que es necesario para hacer cosas buenas.

Fuentes: Kevin J. Delaney, "Google: From 'Don't Be Evil' to Do Good", *The Wall Street Journal*, 18 de enero de 2008, pp. B1-B2; Joseph E. Stiglitz, *Free-Fall: America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy* (Nueva York: W. W. Norton, 2010); Joseph E. Stiglitz, *The Price of Inequality* (Nueva York: W. W. Norton, 2012); "Microsoft Releases 2016 Corporate Social Responsibility Report", blogs.microsoft.com/blog/2016/10/18, 18 de octubre de 2016, y "Gates Foundation Fact Sheet", www.gatesfoundation.org/Who-We-Are/General-Information/Foundation-Factsheet.



PONIENDO LAS COSAS EN PERSPECTIVA

Este capítulo le dará una idea de en qué consiste la administración financiera. Comenzaremos con una descripción de cómo se relacionan las finanzas con el entorno de negocios en general, el señalamiento de que las finanzas preparan a los estudiantes para que ocupen puestos en distintos campos de negocios y la exposición de las diferentes formas de la organización de negocios. En las corporaciones, la meta de la gerencia debe ser maximizar el patrimonio de los accionistas, lo que significa maximizar el valor de las acciones. Cuando decimos “maximizar el valor de las acciones” nos referimos al “verdadero valor a largo plazo”, el cual podría ser distinto del precio actual de las acciones. En este capítulo se explicará cómo las empresas deben brindar los incentivos correctos para que los gerentes se centren en la maximización del valor a largo plazo. Los buenos gerentes comprenden la importancia de la ética y reconocen que maximizar el valor a largo plazo es congruente con ser socialmente responsable.

Al terminar este capítulo usted podrá hacer lo siguiente:

- Explicar el papel de las finanzas y de los diferentes tipos de empleos en las finanzas.
- Identificar las ventajas y desventajas de distintas formas de organizaciones de negocios.
- Explicar los vínculos entre precio de las acciones, valor intrínseco y compensación de los ejecutivos.
- Identificar los posibles conflictos que surgen en la empresa entre los accionistas y los gerentes y entre los accionistas y los tenedores de deuda, y exponer las técnicas que las empresas pueden usar para mitigarlos.
- Detallar la importancia de la ética de negocios y las consecuencias de la conducta inmoral.

1-1 ¿Qué son las finanzas?

Las finanzas se definen en el *Webster's Dictionary* como “el sistema que incluye la circulación del dinero, el otorgamiento de crédito, la realización de inversiones y el ofrecimiento de centros bancarios”. Las finanzas tienen muchas facetas, lo que dificulta dar una definición concisa. El contenido de esta sección le dará una idea de lo que hacen los profesionales de las finanzas y de lo que usted podría hacer si entrara al campo de las finanzas después de graduarse.

1-1A ÁREAS DE LAS FINANZAS

Las finanzas que se enseñan en las universidades se dividen generalmente en tres áreas: 1) administración financiera, 2) mercados de capitales, y 3) inversiones.

La *administración financiera*, también llamada finanzas corporativas, se centra en las decisiones relativas a cuántos y qué tipos de activos adquirir, cómo obtener el capital necesario para adquirir esos activos y cómo dirigir la empresa para maximizar su valor. Los mismos principios se aplican a las organizaciones lucrativas y no lucrativas y, como lo indica su título, gran parte de este libro concierne a la administración financiera.

Los *mercados de capitales* se relacionan con los mercados en los que se determinan las tasas de interés, junto con los precios de las acciones y los bonos. También se estudian aquí las instituciones financieras que aportan capital a las empresas. Bancos, bancos de inversión, agentes bursátiles, sociedades de inversión, compañías de seguros y demás reúnen a los “ahorradores” que tienen dinero para invertir y a las empresas, individuos y otras entidades que necesitan capital con varios propósitos. Organizaciones gubernamentales como el Sistema de la Reserva Federal, que regula los bancos y controla la oferta

de dinero, y la Comisión de Valores y Bolsas (Securities and Exchange Commission, SEC), que regula las operaciones en acciones y bonos de los mercados públicos, también se estudian como parte de los mercados de capitales.

Las *inversiones* se relacionan con las decisiones concernientes a las acciones y los bonos e incluyen varias actividades: 1) El *análisis de valores* se relaciona con buscar el valor apropiado de valores individuales (es decir, acciones y bonos). 2) La *teoría de carteras* tiene que ver con la mejor forma de estructurar carteras, o “canastas”, de acciones y bonos. Los inversionistas racionales desean tener carteras diversificadas a fin de limitar sus riesgos, así que elegir una cartera apropiadamente balanceada es un asunto importante para cualquiera. 3) El *análisis de mercados* aborda la cuestión de si los mercados de acciones y bonos son en un momento dado “demasiado altos”, “demasiado bajos” o “satisfactorios”. El análisis de mercados incluye las *finanzas conductuales*, donde se examina la psicología de los inversionistas con el propósito de determinar si los precios de las acciones han llegado a alturas irrazonables en una burbuja especulativa o han bajado a niveles irrazonables en un arranque de pesimismo irracional.

Aunque las hemos separado, las tres áreas están estrechamente relacionadas. La banca se estudia en los mercados de capitales, pero una oficina bancaria de crédito que evalúa la solicitud de préstamo de una empresa debe conocer las finanzas corporativas para tomar una decisión acertada. De igual forma, un tesorero corporativo que negocia con un banquero debe saber de banca para pedir un préstamo en términos “razonables”. Además, un analista de valores que intenta determinar el verdadero valor de un acción debe saber de finanzas corporativas y mercados de capitales para cumplir con su trabajo. Asimismo, decisiones financieras de todo tipo dependen del nivel de las tasas de interés; por ello, todo el personal de finanzas corporativas, inversiones y banca debe saber algo acerca de las tasas de interés y el modo en que se les determina. A causa de estas interdependencias, en este libro cubriremos esas tres áreas.

1-1B LAS FINANZAS DENTRO DE UNA ORGANIZACIÓN

La mayoría de las empresas y de las organizaciones no lucrativas tienen un organigrama similar al que se muestra en la figura 1.1. El consejo de administración es el principal cuerpo de gobierno, y el presidente del consejo el individuo de más alto rango. Después está el director general (CEO), aunque nótese que el presidente del consejo suele ser al mismo tiempo director general. Debajo está el director de operaciones (COO), a menudo designado también presidente de una empresa. Este director se encarga de las operaciones de la compañía, como marketing, manufactura, ventas y otras. El director financiero (CFO), generalmente un vicepresidente ejecutivo y tercer director de más alto rango, se encarga de contabilidad, finanzas, política de crédito, decisiones de adquisición de activos y relaciones con los inversionistas, lo que implica comunicaciones con los accionistas y la prensa.

Si la empresa se cotiza en la bolsa, los directores general y financiero deben certificar ante la SEC que los informes dirigidos a los accionistas, y en especial el informe anual, son correctos. Si más tarde emergen inexactitudes, ambos directores podrían ser multados y hasta encarcelados. Este requisito fue instituido en 2002 como parte de la **ley Sarbanes-Oxley**. Esta ley fue aprobada por el Congreso estadounidense luego de una serie de escándalos corporativos que implicó a compañías ya desaparecidas, como Enron y WorldCom, en las que inversionistas, empleados y proveedores perdieron miles de millones de dólares a causa de la falsa información proporcionada por esas corporaciones.

1-1C FINANZAS VERSUS ECONOMÍA Y CONTABILIDAD

Las finanzas, tal como se les conoce ahora, se desprendieron de la economía y la contabilidad. Los economistas desarrollaron la noción de que el valor de un activo se basa en los flujos futuros de efectivo que este proporcionará, y los contadores dieron información sobre la probable magnitud de esos flujos de efectivo. Las personas que trabajan en finanzas necesitan conocimientos tanto de economía como de contabilidad. La figura 1.1 ilustra que en la corporación moderna, el departamento de contabilidad suele estar bajo



*Los deberes del director financiero se han ampliado con los años. El servicio en línea de la revista CFO, **cfo.com**, es una excelente fuente de oportunos artículos financieros que busca ayudar a los directores financieros a administrar esas nuevas responsabilidades.*

Ley Sarbanes-Oxley

Ley aprobada por el Congreso, que obliga a los directores general y financiero a certificar la veracidad de los estados financieros de su empresa.

FIGURA 1.1

Las finanzas dentro de la organización



control del director financiero. Esto ilustra además el vínculo entre finanzas, economía y contabilidad.

Autoevaluación



¿Cuáles son las tres áreas de las finanzas que cubre este libro? ¿Esas áreas son independientes entre sí o están interrelacionadas en el sentido de que alguien que trabaja en una de ellas debería saber algo de cada una de las otras? Explique su respuesta.

¿Quién es el director financiero y qué lugar ocupa en la jerarquía corporativa? ¿Cuáles son algunas de sus responsabilidades?

¿Tiene sentido que organizaciones no lucrativas como hospitales y universidades tengan un director financiero? ¿Por qué sí o por qué no?

¿Cuál es la relación entre economía, finanzas y contabilidad?



Para buscar información sobre diferentes carreras en las finanzas, visite allbusinessschools.com/business-careers/finance/job-description. Este sitio web proporciona información acerca de diversas áreas de finanzas.

1-2 Empleos en finanzas

Las finanzas preparan a los estudiantes para empleos en la banca, inversiones, seguros, corporaciones y gobierno. Los estudiantes de contabilidad deben saber de marketing, administración y recursos humanos; también deben saber de finanzas, porque estas afectan las decisiones en todas esas áreas. Por ejemplo, el personal de marketing propone programas de publicidad, pero esos programas son examinados por el personal de finanzas para juzgar los efectos de la publicidad en la rentabilidad de la empresa. Así, para ser eficaz en marketing, un individuo debe tener conocimientos básicos de finanzas. Lo mismo puede decirse de la administración; de hecho, las más importantes decisiones administrativas se evalúan en términos de sus efectos en el valor de la empresa.

Cabe señalar que las finanzas son importantes para un individuo independientemente de su empleo. Hace unos años, la mayoría de los empleados recibían pensiones de sus empleadores a su retiro, de manera que administrar las inversiones personales no era crucial. Ya no es así. Hoy la mayoría de las empresas ofrecen planes de pensiones de “contribuciones definidas”, en las que cada año la compañía deposita un monto específico de dinero en una cuenta perteneciente a un empleado. Este debe decidir cómo invertir esos fondos: ¿cuántos deberían dividirse entre acciones, bonos o fondos de dinero, y cuánto riesgo está dispuesto a correr en sus inversiones en acciones y bonos? Estas

decisiones tienen un efecto importante en la vida de las personas, y los conceptos que se cubren en este libro pueden mejorar las habilidades de toma de decisiones.



efinancialcareers.com da noticias y consejos sobre carreras en las finanzas, como información sobre quiénes contratan en los campos de las finanzas y la contabilidad en un momento dado.

1-3 Formas de organizaciones de negocios

Los fundamentos de la administración financiera son iguales para todas las empresas, grandes o pequeñas, cualquiera que sea el modo en que estén organizadas. Aun así, la estructura legal de una empresa afecta sus operaciones y por tanto debe especificarse. Las principales formas de las organizaciones de negocios son cuatro: 1) empresas de propietario único, 2) sociedades, 3) corporaciones y 4) compañías de responsabilidad limitada (*limited liability companies*, LLC) y sociedades de responsabilidad limitada (*limited liability partnerships*, LLP). En términos numéricos, la mayoría de las empresas son de propietario único. Sin embargo, con base en el valor en dólares de sus ventas, más de 80% de los negocios los hacen las corporaciones.¹ Como las corporaciones realizan la mayor parte de las ventas, y como la mayoría de las empresas de éxito terminan por convertirse en corporaciones, nos concentraremos en ellas en este libro. De todas formas, es importante conocer las diferencias legales entre tipos de empresas.

Una **empresa de propietario único** es una empresa no incorporada propiedad de un solo individuo. Entrar a una industria como propietario único es fácil; basta con que una persona inicie operaciones de negocios. Las empresas de propietario único tienen tres ventajas importantes: 1) Son fáciles y económicas de formar. 2) Están sujetas a escasos reglamentos gubernamentales. 3) Están sujetas a menores impuestos sobre la renta que las corporaciones. Sin embargo, las empresas de propietario único tienen también tres limitaciones importantes: 1) Los dueños tienen responsabilidad personal ilimitada sobre las deudas de la empresa, así que pueden perder más dinero del que invirtieron en la compañía. Usted podría invertir 10 000 dólares para poner un negocio, pero ser demandado por un millón si, durante el horario laboral, uno de sus empleados atropella a alguien con un coche. 2) El ciclo de vida de la empresa se limita a la vida del individuo que la creó, y para incorporar nuevo capital, los inversionistas requieren un cambio en la estructura de la empresa. 3) Debido a los dos primeros puntos, las empresas de propietario único tienen dificultades para obtener grandes sumas de capital; de ahí que se les emplee principalmente en pequeños negocios. Sin embargo, muchos negocios suelen comenzar como empresas de propietario único, y después, cuando su crecimiento resulta en desventajas mayores que las ventajas, se convierten en corporaciones.

Empresa de propietario único

Empresa no incorporada propiedad de un solo individuo.

Una **sociedad** es un acuerdo legal entre dos o más personas que deciden hacer negocios juntas. Las sociedades son similares a las empresas de propietario único en que son relativamente fáciles y económicas de establecer. Además, los ingresos de la empresa se reparten entre los socios con base en prorateo y se gravan en forma individual. Esto permite a la empresa evitar el impuesto sobre la renta corporativo. No obstante, todos los socios están sujetos a responsabilidad personal ilimitada, lo cual significa que si una sociedad cae en bancarrota y un socio es incapaz de cumplir con su parte prorrateada de las responsabilidades de la empresa, los socios restantes serán responsables de cumplir los reclamos insatisfechos. Así, los actos de un socio en Texas podrían arruinar a un socio millonario en Nueva York sin nada que ver con los actos que condujeron al desplome de la compañía. La responsabilidad ilimitada dificulta a las sociedades conseguir elevados montos de capital.²

Sociedad

Empresa no incorporada propiedad de dos o más personas.

¹ Véase *ProQuest Statistical Abstract of the United States: 2017 Online Edition*, Table 768; Number of Tax Returns, Receipts, and Net Income by Type of Business: 1990 to 2013.

² Originalmente había solo sociedades simples, pero a través de los años los abogados han creado algunas variaciones. Dejaremos estas para los cursos de derecho mercantil, aunque es importante notar que generalmente están diseñadas para limitar la responsabilidad de algunos de los socios. Por ejemplo, una *sociedad limitada* tiene un socio general con responsabilidad ilimitada y uno o más socios limitados, cuya responsabilidad se limita al monto de su inversión. Esto parece excelente desde el punto de vista de la responsabilidad limitada, pero los socios limitados deben ceder el control absoluto al socio general, lo que significa que casi no tienen voz en la forma en que se administra la empresa. En una corporación, los dueños (accionistas) tienen responsabilidad limitada, pero también derecho a voto y por tanto a hacer cambios en la gerencia si lo creen conveniente. Nótese también que las LLC y LLP, que se explicarán más adelante, son de uso creciente en lugar de las sociedades.

Corporación

Entidad legal creada por una agrupación de individuos, con personalidad jurídica propia y distinta de sus dueños y gerentes, que tiene un ciclo de vida ilimitado, fácil transferibilidad de propiedad y responsabilidad limitada.

Corporaciones S

Designación especial que permite a las pequeñas empresas cumplir los requisitos para ser gravadas como si fueran empresas de un solo propietario o sociedades en lugar de corporaciones.

Compañía de responsabilidad limitada (LLC)

Tipo común de organización híbrida entre una sociedad y una corporación.

Sociedad de responsabilidad limitada (LLP)

Similar a una LLC pero usada para empresas profesionales en los campos contable, jurídico y arquitectónico. Brinda protección personal de activos contra deudas y responsabilidades de la empresa, pero se le grava como sociedad.

Una **corporación** es una entidad legal creada por una agrupación de individuos, con personalidad jurídica propia y distinta de sus dueños y gerentes. Esta separación es lo que limita las pérdidas de los accionistas al monto que invirtieron en la empresa; la corporación podría perder todo su dinero, pero sus dueños solo pueden perder los fondos que invirtieron en la compañía. Las corporaciones tienen también un ciclo de vida ilimitado, y es más fácil transferir acciones en una corporación que la participación personal en una empresa no incorporada. Estos factores facilitan a las corporaciones obtener el capital necesario para operar grandes actividades. Así, compañías como Hewlett-Packard y Microsoft comienzan por lo general como empresas de propietario único o sociedades, pero en cierto momento encuentran ventajoso convertirse en una corporación.

Un grave inconveniente de las corporaciones son los impuestos. Las ganancias de la mayoría de las corporaciones están sujetas a la doble tributación: las ganancias de la corporación están gravadas, y posteriormente, cuando sus ganancias después de impuestos se pagan como dividendos, esas ganancias se gravan de nuevo como ingresos personales de los accionistas. Sin embargo, en auxilio de las pequeñas empresas, el Congreso creó las **corporaciones S**, las cuales están gravadas como si fueran empresas de un solo propietario o sociedades; así, están exentas del impuesto sobre la renta corporativo. Para tener acceso a la categoría de corporación S, una empresa no puede tener más de 100 accionistas, lo que limita su uso a empresas relativamente pequeñas y de propiedad privada. A las grandes corporaciones se les conoce como *corporaciones C*. La inmensa mayoría de las pequeñas corporaciones eligen la categoría S y la conservan hasta que deciden vender acciones al público, momento en el cual pasan a ser corporaciones C.

Una **compañía de responsabilidad limitada (LLC)** es un tipo común de organización híbrida entre una sociedad y una corporación. Una **sociedad de responsabilidad limitada (LLP)** es similar a una LLC. Las LLP se usan para empresas profesionales en los campos de la contabilidad, jurídico y de la arquitectura, mientras que las LLC son utilizadas por otras empresas. Igual que las corporaciones, las LLC y las LLP brindan protección de responsabilidad limitada, aunque se les grava como sociedades. Además, a diferencia de las sociedades limitadas, en las que el socio general tiene pleno control de la empresa, los inversionistas en una LLC o LLP tienen votos en proporción con su participación en la propiedad. Las LLC y las LLP han cobrado popularidad en los últimos años, aunque las grandes compañías siguen encontrando conveniente ser corporaciones C, debido a las ventajas de obtención de capital para sostener el crecimiento. Las LLC/LLP eran un sueño de los abogados; a menudo se les estructura en formas muy complicadas y sus protecciones legales suelen variar por estado. Así, es necesario contratar un buen abogado al establecer una de ellas.

Cuando decide acerca de su forma de organización, una empresa debe hacer un intercambio entre las ventajas de la incorporación y una carga tributaria posiblemente alta. Sin embargo, por las siguientes razones, el valor de cualquier empresa no relativamente pequeña se maximizará con toda probabilidad si se organiza como una corporación:

1. La responsabilidad limitada reduce los riesgos asumidos por los inversionistas y, todo lo demás igual, a menor riesgo de la empresa, mayor valor.
2. El valor de una empresa depende de sus oportunidades de crecimiento, las que a su vez dependen de su capacidad para atraer capital. Como las corporaciones pueden atraer capital con mayor facilidad que otros tipos de empresas, están en mejores condiciones para aprovechar oportunidades de crecimiento.
3. El valor de un activo depende también de su liquidez, lo que significa el tiempo y esfuerzo implicados por la venta en efectivo del activo a un valor de mercado justo. Como las acciones de una corporación son más fáciles de transferir a un posible comprador que la participación en una empresa de propietario único o en una sociedad, y como más inversionistas están dispuestos a invertir en acciones que en sociedades (con su posible responsabilidad ilimitada), una inversión en una corporación es relativamente líquida. Esto también eleva el valor de una corporación.

Autoevaluación



¿Cuáles son las diferencias clave entre empresas de propietario único, sociedades y corporaciones?

¿Qué relación existe entre las LLC, las LLP y las demás formas de organización?

¿Qué es una corporación S y qué ventajas tiene sobre una corporación C? ¿Por qué empresas como IBM, GE y Microsoft no optan por la categoría de corporación S?

¿Cuáles son algunas de las razones de que el valor de una empresa no tan pequeña se maximice por lo general cuando se organiza como una corporación?

Suponga que es relativamente rico y busca una posible inversión. No piensa intervenir en las actividades de la empresa. ¿Le interesaría más invertir en una sociedad o en una corporación? ¿Por qué?

1-4 La meta financiera principal: crear valor para los inversionistas

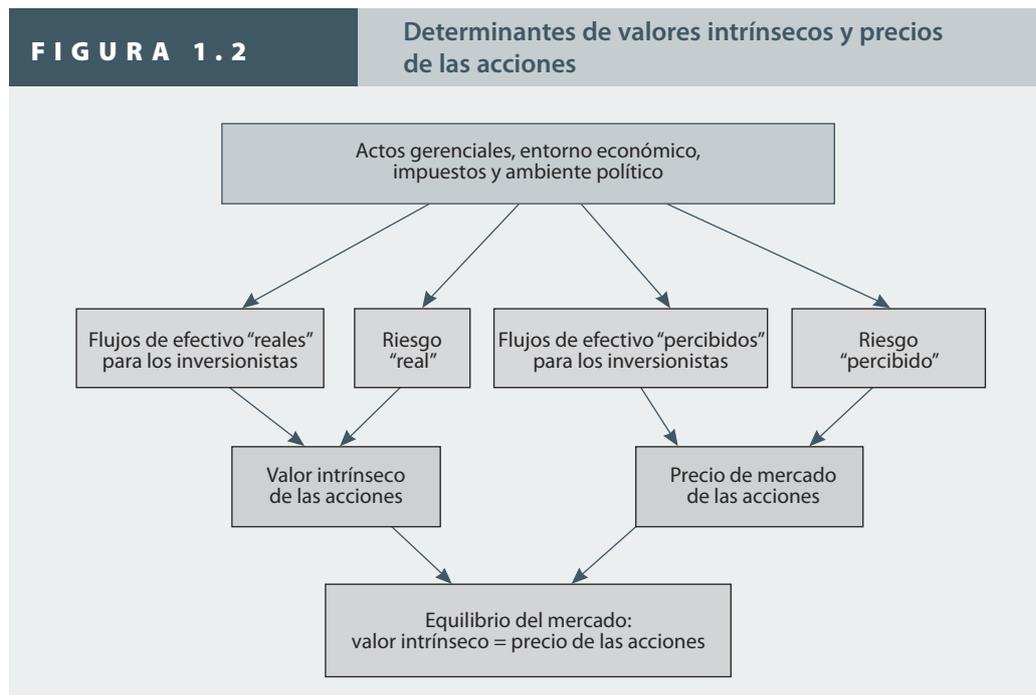
En las corporaciones públicas, los gerentes y empleados trabajan en favor de los accionistas que son dueños de la empresa, y por tanto, tienen la obligación de aplicar políticas que promuevan el patrimonio de los accionistas. Mientras que muchas compañías se concentran en maximizar una amplia gama de objetivos financieros como crecimiento, ganancias por acción y participación de mercado, estas metas no deberían tener precedencia sobre la meta financiera principal, que es crear valor para los inversionistas. Tenga en mente que los accionistas de una compañía no son un grupo abstracto; representan individuos y organizaciones que han decidido invertir un dinero arduamente ganado en la compañía y que buscan un rendimiento de su inversión a fin de cumplir sus metas financieras de largo plazo, las cuales podrían ser ahorrar para su retiro, una nueva casa o la educación de un hijo. Además de metas financieras, la empresa también tiene metas no financieras, como se explicará en la sección 1-7.

Para que un gerente maximice el patrimonio de los accionistas debe saber cómo se determina ese patrimonio. A lo largo de este libro veremos que el valor de cualquier activo es el valor presente del torrente de flujos de efectivo que el activo proporciona a sus dueños con el paso del tiempo. Examinaremos a fondo la valuación de acciones en el capítulo 9, donde veremos que los precios de las acciones se basan en los flujos de efectivo esperados en años futuros, no solo en el año en curso. Así, la maximización del precio de las acciones nos obliga a adoptar una visión de largo plazo de las operaciones. Al mismo tiempo, los actos gerenciales que afectan el valor de una compañía podrían no reflejarse de inmediato en el precio de sus acciones.

1-4A DETERMINANTES DEL VALOR

La figura 1.2 ilustra esta situación. El recuadro superior indica que los actos gerenciales, combinados con la economía, los impuestos y las condiciones políticas, influyen en el nivel y riesgo de los flujos de efectivo futuros de una compañía, los que en última instancia determinan el precio de las acciones de esta. Como cabe esperar, a los inversionistas les agradan los altos flujos de efecto esperados, pero les desagrada el riesgo; así, a mayores flujos de efectivo esperados, menor riesgo percibido y mayor precio de las acciones.

La segunda hilera de recuadros diferencia lo que llamamos flujos de efectivo esperados “reales” y riesgo “real” de los flujos de efectivo “percibidos” y el riesgo “percibido”. Por “reales” entendemos los flujos de efectivo y el riesgo que los inversionistas esperarían si dispusieran de toda la información existente sobre una compañía. “Percibidos” significa qué esperan los inversionistas dada la información limitada que tienen. Para ilustrar esto, a principios de 2001 los inversionistas tenían información que les hizo pensar que Enron era muy rentable y disfrutaría de altas y crecientes ganancias futuras. También pensaron que los resultados reales estarían cerca de los niveles esperados, y de



Valor intrínseco

Estimación del valor "real" de una acción basada en datos veraces de riesgo y rendimiento. El valor intrínseco puede estimarse, pero no medirse con precisión.

Precio de mercado

Valor de una acción basado en información percibida pero posiblemente incorrecta y visto por el inversionista marginal.

Inversionista marginal

Inversionista cuyas opiniones determinan el precio real de una acción.

Equilibrio

Situación en la cual el precio real de mercado es igual al valor intrínseco, así que los inversionistas se muestran indiferentes entre comprar y vender una acción.

ahí que el riesgo de Enron fuera bajo. Sin embargo, las estimaciones reales de las ganancias de Enron, conocidas por sus ejecutivos pero no por el público inversionista, eran mucho menores; la verdadera situación de Enron era extremadamente riesgosa.

La tercera hilera de recuadros muestra que cada acción tiene un **valor intrínseco**, el cual es una estimación del valor "real" de la acción calculado por un analista competente que cuenta con los mejores datos disponibles, y un **precio de mercado**, el precio de mercado real basado en información percibida pero posiblemente incorrecta y visto por el **inversionista marginal**.³ No todos los inversionistas están de acuerdo, así que es el inversionista "marginal" quien determina el precio real.

Cuando el precio real de mercado de una acción es igual a su valor intrínseco, la acción está en **equilibrio**, lo que se muestra en el recuadro inferior de la figura 1.2. Cuando existe equilibrio, no hay presiones de cambio sobre el precio de la acción. Los precios de mercado pueden diferir –como efectivamente lo hacen– de los valores intrínsecos; al final, sin embargo, conforme pasa el tiempo, los dos valores tienden a converger.

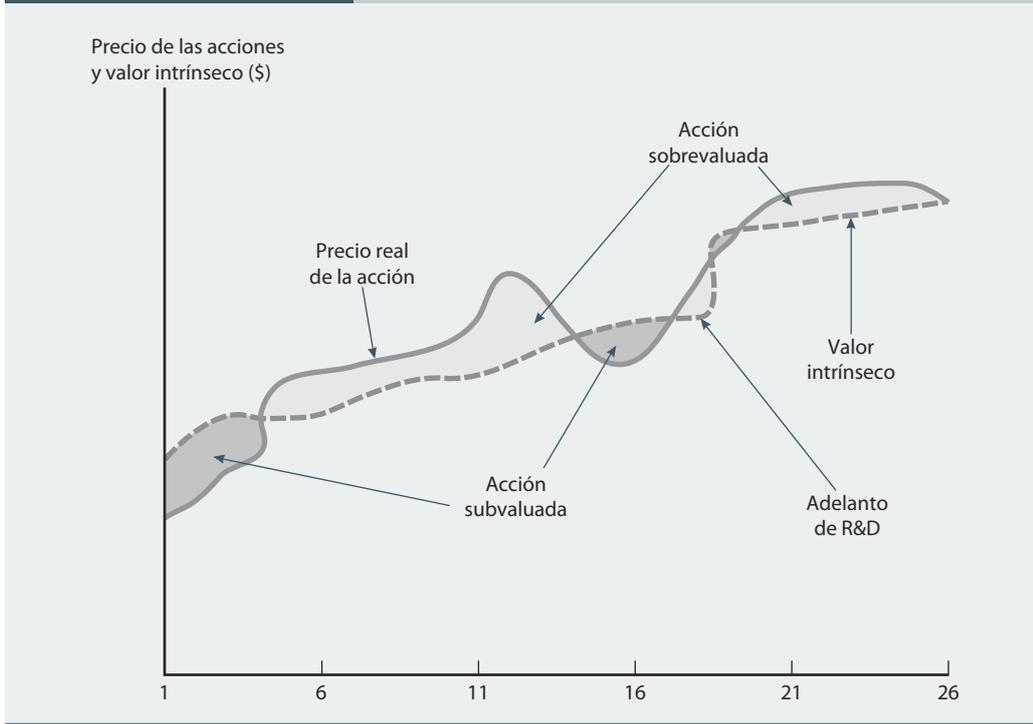
1-4B VALOR INTRÍNSECO

Los precios reales de las acciones son fáciles de determinar; se les puede encontrar en internet y se publican en los periódicos todos los días. En cambio, los valores intrínsecos son estimaciones, y analistas diferentes con datos diferentes y visiones diferentes del futuro forman estimaciones diferentes del valor intrínseco de una acción. *De hecho, estimar valores intrínsecos es justo de lo que se ocupa el análisis de valores y lo que distingue a los inversionistas exitosos de los no exitosos.* Invertir sería fácil, redituable y esencialmente sin riesgo si todos conociéramos el valor intrínseco de las acciones, pero desde luego que no lo conocemos. Podemos estimar los valores intrínsecos, pero no podemos estar seguros

³ Los inversionistas en el margen son los que fijan los precios de las acciones. Algunos accionistas piensan que una acción a su precio en vigor es un buen negocio, y comprarían más si tuvieran más dinero. Otros piensan que el precio de la acción es demasiado alto, así que no la comprarían a menos que el precio bajara considerablemente. Otros más piensan que el precio en vigor de la acción está más o menos donde debe; así, comprarían más si bajara un poco, venderían si subiera un poco y mantendrían su cartera en curso a menos que algo cambiara. Estos son los inversionistas marginales, y es su opinión la que determina el precio en vigor de la acción. Ahondaremos en este tema en el capítulo 9, donde se detallará el mercado accionario.

FIGURA 1.3

Gráfica de precios reales versus valores intrínsecos



de que tenemos la razón. Los gerentes de una empresa tienen la mejor información sobre las perspectivas a futuro de esta, así que sus estimaciones de valores intrínsecos son generalmente mejores que las de inversionistas externos. Sin embargo, incluso los gerentes podrían estar equivocados.

En la figura 1.3 se grafica el precio real y el valor intrínseco de una compañía hipotética estimados por la gerencia al paso del tiempo.⁴ El valor intrínseco sube porque la empresa retiene y reinvierte ganancias cada año, lo que tiende a incrementar las utilidades. El valor aumentó drásticamente en el año 20, cuando un adelanto de investigación y desarrollo (R&D) elevó la estimación por la gerencia de las utilidades futuras antes de que los inversionistas tuvieran esta información. El precio real de la acción tendió a subir y bajar junto con el valor intrínseco estimado, pero el optimismo y el pesimismo de los inversionistas, junto con el conocimiento imperfecto del valor intrínseco real, condujeron a desviaciones entre los precios reales y los valores intrínsecos.

El valor intrínseco es un concepto de largo plazo. *La meta de la gerencia debe ser emprender acciones diseñadas para maximizar el valor intrínseco de la empresa, no su precio de mercado en vigor.* Sin embargo, obsérvese que la maximización del valor intrínseco maximizará el precio promedio a largo plazo, pero no necesariamente el precio en vigor en cada punto en el tiempo. Por ejemplo, la gerencia podría hacer una inversión que redujera las ganancias del año en curso pero aumentara las ganancias futuras esperadas. Si los inversionistas no están al tanto de la situación real, el precio de las acciones se mantendrá bajo por efecto de las bajas ganancias en vigor aunque el valor intrínseco aumente. La gerencia debería proporcionar información que ayude a los inversionistas a hacer mejores estimaciones del valor intrínseco de la empresa, lo cual mantendrá el precio de las acciones más cerca de su nivel de equilibrio. No obstante, hay veces en que

⁴ Enfatizamos que el valor intrínseco es una estimación y que diferentes analistas tienen estimaciones diferentes respecto a una compañía en un momento dado. Los gerentes también deberían estimar el valor intrínseco de su empresa y actuar después para maximizar ese valor. Deberían tratar de ayudar a los analistas de valores externos a mejorar sus estimaciones del valor intrínseco proporcionando información veraz sobre la posición financiera y operaciones de la compañía, aunque sin dar información que beneficiara a sus competidores.

la gerencia no puede divulgar la verdadera situación, porque hacerlo daría información que beneficiaría a los competidores.⁵

1-4C CONSECUENCIAS DE TENER UN ENFOQUE A CORTO PLAZO

Idealmente, los gerentes se adhieren a ese enfoque a largo plazo, pero hay numerosos ejemplos en años recientes en los que el enfoque en la mayoría de las compañías cambió al corto plazo. Quizá en particular, antes de la reciente crisis financiera, muchos ejecutivos de Wall Street recibieron cuantiosos bonos por realizar transacciones riesgosas que generaron ganancias a corto plazo. De manera subsecuente, el valor de esas transacciones se colapsó, lo que provocó que muchas de esas empresas de Wall Street acudieran al amplio rescate del gobierno.

Aparte de los recientes problemas en Wall Street, ha habido otros ejemplos en que los gerentes se han concentrado en las ganancias a corto plazo en detrimento del valor a largo plazo. Por ejemplo, Wells Fargo implementó incentivos para premiar a sus empleados por conseguir clientes para nuevas cuentas. Lamentablemente, para obtener bonos algunos de esos empleados crearon cuentas falsas o concedieron a clientes tarjetas de crédito no autorizadas. Esto provocó el despido de miles de empleados, así como del director general y otros gerentes de alto rango, lo mismo que millones de dólares en multas para Wells Fargo. Con este tipo de preocupaciones en mente, muchos académicos y profesionales subrayan la necesidad de consejos de administración y consejeros que establezcan eficaces procedimientos de **gobernanza corporativa**. Esto conlleva implantar una serie de reglas y prácticas que garanticen que todos los gerentes actúen en beneficio de los accionistas al mismo tiempo que equilibran las necesidades de otros sectores clave, como clientes, empleados y ciudadanos afectados. Tener un consejo de administración sólido e independiente se considera un componente importante de una gobernanza firme.

Una gobernanza efectiva requiere hacer a los gerentes responsables del mal desempeño y comprender la importancia que tiene la compensación de los ejecutivos en alentar a los gerentes a concentrarse en los objetivos apropiados. Por ejemplo, si un bono de un gerente se ata exclusivamente a las ganancias de este año, no sorprendería descubrir que el gerente da pasos para elevar las ganancias en curso, aun si esos pasos fueran perjudiciales para el valor a largo plazo de la empresa. Con estas preocupaciones en mente, un creciente número de compañías han usado acciones y opciones de acciones como parte clave de la remuneración a los ejecutivos. La intención de estructurar las compensaciones de esta manera es que los gerentes piensen más como accionistas y trabajen continuamente por incrementar el patrimonio accionario.

Pese a las mejores intenciones, las compensaciones basadas en acciones no siempre operan según lo planeado. Para dar a los gerentes un incentivo a fin de que se concentren en los precios de las acciones, los accionistas (a través de consejos de administración) concedieron a los ejecutivos opciones de acciones que podrían ejercerse en una fecha futura específica. Un ejecutivo podía ejercer la opción en esa fecha, recibir acciones, venderlas de inmediato y obtener una ganancia. La ganancia se basaba en el precio de las acciones en esa fecha específica, no en un periodo prolongado. Esto derivó a su vez en terribles abusos. Proyectos que lucían bien desde una perspectiva de largo plazo eran rechazados porque penalizaban las ganancias a corto plazo y reducían el precio de las acciones el día de ejercicio de la opción. Peor todavía, algunos gerentes exageraban deliberadamente las ganancias, elevaban de manera temporal el precio de las acciones, ejercían sus opciones, vendían las acciones infladas y dejaban fuera a los accionistas cuando se revelaba la verdadera situación.

Gobernanza corporativa

Establecimiento de reglas y prácticas por el consejo de administración que garanticen que los gerentes actúen en beneficio de los accionistas al tiempo que equilibran las necesidades de otros sectores clave.

⁵ Como se explicará en el capítulo 2, muchos académicos creen que los precios de las acciones incorporan toda la información disponible de manera pública, y de ahí que suelen ser razonablemente cercanos a los valores intrínsecos y estar por tanto en equilibrio, o casi. Sin embargo, casi nadie duda de que los gerentes tienen mejor información que el público en general, que a veces los precios de las acciones y los valores de equilibrio divergen y que, en consecuencia, las acciones pueden estar temporalmente sub o sobrevaluadas (como se sugiere en la figura 1.3).

Autoevaluación



¿Cuál es la diferencia entre el precio actual de mercado de una acción y su valor intrínseco?

¿Las acciones tienen valores intrínsecos conocidos y “comprobables”, o diferentes personas podrían llegar a conclusiones diferentes sobre los valores intrínsecos? Explique su respuesta.

¿Los gerentes deberían estimar los valores intrínsecos o dejar eso a los analistas de valores externos? Explique su respuesta.

Si una empresa pudiera maximizar su precio actual de mercado o su valor intrínseco, ¿qué querrían los accionistas (como grupo) que hicieran los gerentes? Explique su respuesta.

¿Los gerentes de una empresa deberían ayudar a los inversionistas a mejorar sus estimaciones del valor intrínseco de la empresa? Explique su respuesta.

1-5 Conflictos entre accionistas y gerentes⁶

Desde hace mucho tiempo se ha reconocido que las metas personales de los gerentes pueden competir con la maximización del patrimonio de los accionistas. En particular, los gerentes podrían estar más interesados en maximizar su patrimonio que el de los accionistas; así, los gerentes podrían concederse sueldos excesivos.

Los planes eficaces de compensación de los ejecutivos motivan a los gerentes a actuar en beneficio de los accionistas. Algunas herramientas motivacionales incluyen 1) paquetes de compensaciones razonables, 2) el despido de los gerentes que no se desempeñan de manera satisfactoria, y 3) la amenaza de adquisiciones hostiles.

1-5A PAQUETES DE COMPENSACIONES

Los *paquetes de compensaciones* deberían ser suficientes para atraer y retener a gerentes capaces, pero no deberían llegar más lejos de lo necesario. Las políticas de compensaciones deben ser congruentes al paso del tiempo. Asimismo, las compensaciones deberían estructurarse de tal forma que los gerentes fueran premiados con base en el desempeño de las acciones a largo plazo, no en el precio de las acciones en una fecha de ejercicio de opciones. Esto quiere decir que las opciones (u otorgamientos directos de acciones) deben distribuirse a lo largo de varios años con objeto de que los gerentes tengan un incentivo para mantener alto el precio de las acciones a través del tiempo. Cuando el valor intrínseco puede medirse de un modo objetivo y verificable, el pago por desempeño puede basarse en cambios en el valor intrínseco. Sin embargo, como el valor intrínseco no es observable, la compensación debe basarse en el precio de mercado de las acciones, aunque el precio utilizado debería ser un promedio en el tiempo, no un precio en una fecha específica.

1-5B INTERVENCIÓN DIRECTA DE LOS ACCIONISTAS

Hace unos años la mayoría de las acciones eran propiedad de individuos. Hoy, en cambio, lo son de inversionistas institucionales como compañías de seguros, fondos de pensiones, fondos de cobertura y sociedades de inversión; y grupos de sociedades privadas de inversión están dispuestos a (y en condiciones de) intervenir y adquirir empresas de bajo desempeño. Estos administradores institucionales de dinero tienen poder para ejercer considerable influencia en las operaciones de las empresas. Dada su importancia, tienen acceso a los gerentes y pueden hacer sugerencias acerca de cómo debería dirigirse la empresa. En efecto, inversionistas institucionales como CalPERS (California Public

⁶Los conflictos entre accionistas y gerentes, analizados en esta sección, y los conflictos entre accionistas y tenedores de deuda, que se analizarán en la siguiente, se estudian bajo el rubro de “teoría de la agencia” en la bibliografía financiera. El trabajo clásico sobre la teoría de la agencia es de Michael C. Jensen y William H. Meckling, “Theory of the Firm, Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, núm. 4 (octubre de 1976), pp. 305-360.

¿SE LES PAGA DEMASIADO A LOS DIRECTORES GENERALES?

Un reciente análisis del *Wall Street Journal* sobre 115 compañías de S&P 500 determinó que el director general (CEO) promedio recibió un total de 11.5 millones de dólares en compensaciones en 2016 (que incluyen sueldos, bonos e incentivos a largo plazo como opciones de acciones). En comparación con 2015, la compensación total de esos ejecutivos aumentó 6.8%, en reflejo de un sólido desempeño corporativo y de ganancias en el mercado accionario en 2016. Durante ese mismo año las ganancias corporativas de la muestra aumentaron cerca de 17%, mientras que la remuneración promedio de los trabajadores se incrementó en alrededor de 2.5%. Cabe señalar que mientras que el pago del director general promedio aumentó, los bonos en efectivo para los ejecutivos disminuyeron 1.4%, pero los otorgamientos de acciones crecieron 7.4% y los otorgamientos de opciones 3%.

El escrutinio de los medios y las preocupaciones de los inversionistas por las compensaciones excesivas han llevado a algunas compañías a limitar los pagos de compensaciones de sus altos ejecutivos. Una preocupación adicional son las disposiciones de "pago franco" de la ley Dodd-Frank de 2010, que conceden a los accionistas la posibilidad de votar si aprueban o no el paquete de compensaciones del director general. Aunque estos votos no imponen decisiones, han ejercido presión en empresas que desean evitar la publicidad negativa en torno a un voto de rechazo de los accionistas contra el plan de remuneración. Debido a esas disposiciones una parte sustancial del pago de un director general ahora se ata al desempeño. De hecho, es interesante señalar que el paquete habitual de remuneración del director consiste en 32% de efectivo, 60% en acciones y opciones, 2% en privilegios y 6% en pensiones y otras formas de compensación diferida.

Los niveles promedio de compensación son significativamente mayores que los de hace una o dos décadas. Los grandes cambios en la compensación de los directores generales al paso del

tiempo pueden atribuirse a la creciente importancia de las opciones de acciones.⁷ Del lado positivo, las opciones de acciones dan a los directores un poderoso incentivo para elevar el precio de las acciones de su compañía. De hecho, la mayoría de los observadores creen que existe una fuerte relación causal entre procedimientos de compensación del director y desempeño del precio de las acciones.

Otros críticos argumentan que aunque los incentivos de desempeño son apropiados como método de compensación, el nivel general de las compensaciones de los directores generales es demasiado alto. Los críticos hacen preguntas como estas: ¿Los directores habrían rechazado su puesto si se les hubiera ofrecido la mitad de opciones de acciones? ¿Se habrían esforzado menos y el precio de las acciones de su empresa no habría aumentado tanto? Es difícil saberlo. Otros críticos lamentan que el ejercicio de opciones de acciones haya incrementado drásticamente la compensación no solo de directores excelentes, sino también de directores promedio, quienes tuvieron la suerte de ocupar su puesto durante un auge del mercado accionario que elevó los precios de las acciones de incluso compañías de desempeño deficiente. Además, los altos sueldos de los directores amplían la brecha entre los sueldos de los altos ejecutivos y los de los mandos medios, lo que deriva en un descontento de los empleados y baja moral y lealtad de los trabajadores.

Como indican los sondeos actuales, el tránsito a una mejor alineación del pago de los directores generales con el desempeño corporativo es modesto. Los rendimientos de las acciones y los resultados financieros corporativos son solo dos de los factores con impacto en la remuneración de los directores. La correlación entre compensación de los ejecutivos y desempeño de las empresas no siempre es fuerte. Otros factores que influyen en el pago a los directores son la magnitud de la empresa (las grandes compañías pagan más a sus directores) y el tipo de industria (las compañías de energía les pagan más a sus directores).

Fuentes: Louis Lavalley, Frederick F. Jespersen y Michael Arndt, "Executive Pay", *BusinessWeek*, 15 de abril, 2002, pp. 80-86; Jason Zweig, "A Chance to Veto a CEO's Bonus", *The Wall Street Journal* (www.wsj.com), 29 de enero de 2011; Emily Chasan, "Early Say-On-Pay Results Show Rising Support, Few Failures", *The Wall Street Journal* (www.wsj.com), 2 de abril de 2014, y Theo Francis y Joann S. Lubin, "CEO Pay Climbs with the Market", *The Wall Street Journal* (www.wsj.com), 20 de marzo de 2017, pp. B1-B2.

Employees' Retirement System, con 300 000 millones de dólares en activos) y TIAA-CREF (Teachers Insurance and Annuity Association-College Retirement Equities Fund, plan de retiro originalmente establecido para profesores de universidades privadas que tiene ahora más de 600 000 millones de dólares en activo) actúan como cabilderos del cuerpo de accionistas. Cuando esos grandes accionistas hablan, las compañías escuchan. Por ejemplo, Coca-Cola Co. revisó su paquete de compensaciones después de oír comentarios negativos de su principal accionista, Warren Buffett.⁸

⁷ En los últimos años un reducido número de directores generales ha llamado la atención al anunciar que solo aceptarán un sueldo en efectivo de un dólar. Un estudio reciente revela que a los accionistas de esas empresas no les va particularmente bien, pero la compensación total de los directores no se ve afectada, porque reciben remuneraciones compensatorias en forma de acciones y opciones de acciones. Véase Gilberto R. Loureiro, Anil K. Makhija y Dan Zhang, "The Ruse of a One-Dollar CEO Salary", Charles A. Dice Center Working Paper no. 2011-7; Fisher College of Business Working Paper no. 2011-03-007, 10 de enero de 2014. Este artículo está disponible en ssrn.com/abstract=1571823.

⁸ Anupreet Das, Mike Esterl y Joann S. Lubin, "Buffett Pressures Coca-Cola over Executive Pay", *The Wall Street Journal* (www.wsj.com), 30 de abril de 2014; y Mark Melin, "Coca-Cola Changes Pay Plan, Warren Buffett Influence Credited", *ValueWalk* (www.valuwalk.com), 1 de octubre de 2014.

Al mismo tiempo, cualquier accionista en propiedad de 2 000 dólares de las acciones de una compañía durante un año puede presentar una propuesta por ser votada en la asamblea anual de accionistas, aun si el gerente se opone a ella.⁹ Aunque las propuestas hechas por accionistas no imponen sus decisiones, los resultados de tales votaciones son tomados en cuenta por la alta dirección.

Hay un debate en marcha sobre cuánta influencia deben tener los accionistas a través del proceso de apoderados. A consecuencia de la aprobación de la ley Dodd-Frank, la SEC recibió autoridad para emitir reglas relativas al acceso de los accionistas a materiales del apoderado de la compañía. El 25 de agosto de 2010, la SEC adoptó cambios a las reglas de los apoderados federales que dan a los accionistas el derecho a nominar miembros del consejo de una compañía. La regla 14a-11 de la ley de la SEC de 1934 exige a las compañías que se cotizan en bolsa permitir que cualquier accionista con al menos 3% de las acciones con derecho a voto de la compañía durante cuando menos 3 años incluya nominaciones de consejeros en los materiales del apoderado de la compañía.

Hace años la probabilidad de que la gerencia de una gran empresa fuera destituida por los accionistas era tan remota que representaba una amenaza menor. Las acciones de la mayoría de las empresas estaban tan ampliamente distribuidas y el director general tenía tanto control sobre los mecanismos de votación que era prácticamente imposible que accionistas disidentes obtuvieran los votos necesarios para deponer a un equipo gerencial. Sin embargo, esa situación ha cambiado. En años recientes, altos ejecutivos de Uber, Mattel, Citigroup, AT&T, Coca-Cola, Merrill Lynch, Fannie Mae, General Motors, Peugeot, IBM, Target y Xerox, por nombrar algunos, fueron obligados a dimitir a causa del deficiente desempeño corporativo.

En relación con esto, un artículo reciente en *The Wall Street Journal* documenta la creciente importancia de los accionistas activistas. Señala que en 2014, los activistas establecieron un nivel récord de influencia cuando se les concedió un asiento en el consejo en 73% de las disputas de apoderados ocurridas ese año. De igual manera, un reportaje de portada de 2015 en *The Economist* destaca el relevante papel que los activistas desempeñan en garantizar que los gerentes actúen en beneficio de ellos; en ese artículo se les llama “improbables héroes del capitalismo”. En otro ejemplo de alto perfil, GE se convirtió en una entre un reducido grupo de compañías que facilitaron a los accionistas la obtención de un asiento en el consejo. El nuevo plan de GE permite que grupos de accionistas en poder de al menos 3% de las acciones de la compañía nominen directamente a candidatos al consejo.¹⁰

1-5C RESPUESTA DE LOS GERENTES

Si las acciones de una empresa están subvaluadas, **piratas corporativos** la verán como una ganga e intentarán apoderarse de ella por medio de una **adquisición hostil**. Si esta incursión tiene éxito, los ejecutivos de la compañía objetivo casi sin duda serán despedidos. Esta situación da a los gerentes un fuerte incentivo para actuar por maximizar el precio de sus acciones. En palabras de un ejecutivo, “si quieres conservar tu empleo, nunca permitas que tus acciones se vuelvan una ganga”.

Adviértase que el precio que los gerentes deben tratar de maximizar no es el precio en un día específico. Más bien, es el precio promedio a largo plazo, el cual será maximizado si la gerencia se concentra en el valor intrínseco de las acciones. Sin embargo, los gerentes deben comunicarse eficazmente con los accionistas (sin divulgar información que sirva a sus competidores) a fin de mantener el precio real cerca del valor intrínseco. Es malo para los accionistas y gerentes que el valor intrínseco sea alto pero el precio real

Piratas corporativos

Individuos que seleccionan corporaciones por adquirir a causa de su subvaluación.

Adquisición hostil

Adquisición de una compañía pese a la oposición de su gerencia.

⁹ Conforme a las pautas actuales, las propuestas de los accionistas se restringen a consideraciones de gobernanza y no se les permite votar directamente sobre cuestiones consideradas “asuntos operativos”. No obstante, la SEC adoptó en fecha reciente reglas (resultantes de la aprobación de la ley Dodd-Frank) que exigen un votación del consejo sobre compensación del director general al menos una vez cada 3 años.

¹⁰ Véase David Benoit, “Activists Are on a Roll, with More to Come”, *The Wall Street Journal* (www.wsj.com), 1 de enero de 2015; “Capitalism’s Unlikely Heroes”, *The Economist* (www.economist.com), 7 de febrero de 2015; y Ted Mann y Joann S. Lublin “GE to Allow Proxy Access for Big Investors”, *The Wall Street Journal* (www.wsj.com), 11 de febrero de 2015.

bajo. En esa situación un pirata podría irrumpir, comprar la compañía a precio de ganga y despedir a los gerentes. Para repetir nuestro mensaje anterior:

Los gerentes deben tratar de maximizar el valor intrínseco de las acciones y después comunicarse eficazmente con los accionistas. Esto causará que el valor intrínseco sea alto y el precio real de las acciones permanezca cerca del valor intrínseco al paso del tiempo.

Como el valor intrínseco no puede observarse es imposible saber si realmente se maximiza. Aun así, como se explicará en el capítulo 9, existen procedimientos para estimar el valor intrínseco de una acción. Los gerentes pueden utilizar esos modelos de valuación para analizar cursos alternos de acción y ver por tanto cómo es probable que esos actos impacten el valor de la empresa. Este tipo de gestión basada en el valor no es precisa, pero es la mejor forma de dirigir una empresa.

Autoevaluación



¿Cuáles son tres técnicas que los accionistas pueden usar para motivar a los gerentes a maximizar el precio de las acciones a largo plazo?

¿Los gerentes deberían concentrarse directamente en el precio real de mercado de las acciones o en su valor intrínseco, o ambos son importantes? Explique su respuesta.

1-6 Conflictos entre accionistas y tenedores de deuda

También pueden surgir conflictos entre accionistas y tenedores de deuda. Esto últimos, que incluyen a los banqueros de la compañía y sus tenedores de bonos, generalmente reciben pagos fijos independientemente de lo bien que marche la compañía, mientras que a los accionistas les va mejor cuando a la compañía le va mejor. Esta situación conduce a conflictos entre esos dos grupos, al grado de que es común que los accionistas estén más dispuestos a asumir proyectos riesgosos.¹¹

Para ilustrar este problema considere el ejemplo de la tabla 1.1, donde una compañía ha obtenido 2 000 dólares de capital, 1 000 de ellos de tenedores de bonos y otros 1 000 de accionistas. En afán de sencillez, supongamos que los bonos tienen un vencimiento de un año y pagan una tasa de interés anual de 8%. El plan actual de la compañía es invertir sus 2 000 dólares en el proyecto L, un proyecto de riesgo relativamente bajo que se espera que valga 2 400 dólares dentro de un año si el mercado es bueno y 2 000 si es malo. Hay 50% de posibilidades de que el mercado sea bueno y 50% de que sea malo. En cualquier caso, habrá efectivo suficiente para devolverles a los tenedores de bonos su dinero más la tasa de interés anual de 8% que se les prometió. Los accionistas recibirán lo que reste después de que se les haya pagado a los tenedores de bonos. Como es de esperar, dado que se les paga al último, los accionistas asumen más riesgo (sus rendimientos dependen del mercado), pero también obtienen un rendimiento esperado más alto.

Supongamos ahora que la compañía descubre otro proyecto (el proyecto H), que tiene considerablemente más riesgo. El proyecto H tiene el mismo flujo de efectivo esperado que el proyecto L, pero producirá flujos de efectivo de 4 400 dólares si el mercado es bueno y de 0 si es malo. Evidentemente, los tenedores de bonos no se interesarán en el proyecto H, porque no recibirían beneficios adicionales si el mercado fuera bueno y perderían todo si fuera malo. Sin embargo, note que el proyecto H brinda a los accionistas una tasa de rendimiento más alta que el proyecto L, porque recibirán todos los beneficios extra si el mercado resulta ser bueno. Mientras que el proyecto H es

¹¹ Suponemos aquí que los gerentes toman decisiones a favor de los accionistas, así que decir que hay conflictos entre accionistas y tenedores de deuda es lo mismo que decir que los hay entre gerentes y tenedores de deuda.

Ejemplo de conflicto entre accionistas y tenedores de deuda

TABLA 1.1

Proyecto L:

	Dinero invertido al día de hoy	Condiciones del mercado dentro de un año		Flujo de efectivo esperado	Rendimiento esperado
		BUENAS	MALAS		
Flujo de efectivo para la empresa		\$2 400	\$2 000	\$2 200	
Porción de los tenedores de bonos	\$1 000	1 080	1 080	1 080	8.00%
Porción de los accionistas	1 000	1 320	920	1 120	12.00

Proyecto H:

	Dinero invertido al día de hoy	Condiciones del mercado dentro de un año		Flujo de efectivo esperado	Rendimiento esperado
		BUENAS	MALAS		
Flujo de efectivo para la empresa		\$4 400	\$0	\$2 200	
Porción de los tenedores de bonos	\$1 000	1 080	0	540	-46.00%
Porción de los accionistas	1 000	3 320	0	1 660	66.00

obviamente más riesgoso, en algunas circunstancias los gerentes que actúan a favor de los accionistas podrían decidir que el mayor rendimiento esperado basta para justificar el riesgo adicional, y procederían con el proyecto H pese a las fuertes objeciones de los tenedores de bonos.

Adviértase, no obstante, que los tenedores de bonos astutos comprenden que los gerentes y los accionistas podrían tener un incentivo para transitar a proyectos más riesgosos. Reconociendo ese incentivo, verán los bonos como más riesgosos y demandarán una tasa de interés más alta, y en algunos casos el riesgo percibido podría ser tan grande que no inviertan en la compañía, a menos que los gerentes puedan convencerlos creíblemente de que esta no perseguirá proyectos demasiado riesgosos.

Otro tipo de conflicto entre accionistas y tenedores de deuda surge del uso de deuda adicional. Como se verá más adelante, cuanto más deuda emplee una empresa para financiar un monto dado de activos, más riesgosa se volverá. Por ejemplo, si una empresa tiene 100 millones de dólares en activos y los financia con 5 millones de bonos y 95 millones de acciones comunes, las cosas tendrían que marchar demasiado mal para que los tenedores de bonos sufrieran una pérdida. Por otro lado, si la empresa usa 95 millones de dólares en bonos y 5 millones en acciones, los tenedores de bonos sufrirán una pérdida aun si el valor de los activos declina solo levemente.

Los tenedores de bonos intentan protegerse incluyendo convenios en los contratos de bonos que limitan el uso por las empresas de deuda adicional y restringen los actos de los gerentes en otros sentidos. Nos ocuparemos de estos asuntos más adelante, pero son muy importantes y todos debemos conocerlos.

Autoevaluación



¿Por qué podrían surgir conflictos entre accionistas y tenedores de deuda?

¿Cómo podrían reaccionar los tenedores de bonos astutos si los accionistas asumieran proyectos riesgosos?

¿Cómo pueden protegerse los tenedores de bonos contra actos de los gerentes que los impacten en forma negativa?

Maximización del patrimonio de los accionistas

La principal meta financiera de los gerentes de compañías que se cotizan en bolsa implica que las decisiones deben tomarse con la mira puesta en maximizar el valor a largo plazo de las acciones comunes de la empresa.

1-7 Equilibrio entre los intereses de los accionistas y los de la sociedad

A lo largo de este libro nos concentraremos sobre todo en las compañías que cotizan en bolsa; de ahí que operemos sobre el supuesto de que la principal meta financiera de la gerencia es la **maximización del patrimonio de los accionistas**. Al mismo tiempo, los gerentes saben que eso no significa maximizar el patrimonio de los accionistas a toda costa. Los gerentes tienen la obligación de comportarse éticamente y deben seguir las leyes y otras restricciones impuestas por la sociedad, que se mencionan en el recuadro inicial de este capítulo.

INVERTIR EN FONDOS SOCIALMENTE RESPONSABLES

Las mismas presiones sociales que han alentado a los consumidores a comprar productos de compañías a las que creen socialmente responsables han conducido también a algunos inversionistas a buscar formas de limitar sus inversiones a empresas que consideran interesadas en la responsabilidad social. En efecto, hoy existe un gran número de sociedades de inversión que solo invierten en compañías que cumplen metas sociales específicas. Cada uno de esos fondos socialmente responsables aplica criterios diferentes, pero por lo general consideran el historial ambiental de una compañía, su compromiso con causas sociales y las relaciones con sus empleados. Muchas de esas sociedades evitan asimismo inversiones en compañías relacionadas con el alcohol, el tabaco, los juegos de azar y la energía nuclear. El desempeño de inversión varía entre esas sociedades de un año a otro. En la gráfica adjunta se compara el desempeño pasado de un fondo socialmente responsable representativo, el Domini Impact Equity Investor Fund, con el de S&P 500 en los últimos más de 20 años.

Aunque la forma general de cada uno es similar, en los últimos 15 años el S&P 500 ha superado en desempeño a este fondo.

En congruencia con la gráfica que aparece abajo, un reciente artículo en *The Wall Street Journal* cita un estudio que indica que los inversionistas podrían beneficiarse comprando acciones que otros deciden evitar. Ese estudio de los profesores Elroy Dimson, Paul Marsh y Mike Staunton, de la London Business School, determinó que en el último siglo las acciones tabacaleras estadounidenses superaron drásticamente en desempeño al mercado general. Como posible explicación, el artículo ofrece una cita de uno de los autores:¹²

“Todo indica que cuando la gente que aborrece esas acciones las rechaza, el precio de las acciones se deprime, pero sin lograr destruir a las industrias”, dice el profesor Marsh. “Así, los inversionistas que no tienen los mismos escrúpulos pueden obtener [esas acciones] a menor precio.”

Desempeño reciente de Domini Impact Equity Investor Fund versus S&P 500



Fuente: finance.yahoo.com, 6 de febrero de 2017.

¹² Véase Jason Zweig, “Sin-Vestors’ Can Reap Smoking-Hot Returns”, *The Wall Street Journal* (www.wsj.com), 13 de febrero de 2015.

Para entender cómo los gerentes corporativos equilibran los intereses de la sociedad y los accionistas, es útil examinar primero esos asuntos desde la perspectiva de un propietario único de una empresa. Considere el caso de Larry Jackson, dueño de una tienda de artículos deportivos. Jackson tiene la meta de ganar dinero, pero le gusta darse tiempo para jugar golf los viernes. También tiene algunos empleados que ya no son muy productivos, pero los conserva en la nómina por amistad y lealtad. Jackson dirige su negocio en una forma congruente con sus metas personales. Sabe que podría ganar más dinero si no jugara golf o si reemplazara a algunos de sus empleados. Pero se siente bien con sus decisiones; y como el negocio es suyo, está en libertad de tomarlas.

En contraste, Linda Smith es directora general de una gran corporación. Administra la compañía; sin embargo, la mayor parte de las acciones es propiedad de accionistas que la adquirieron porque buscaban una inversión que les ayudara a retirarse, enviar a sus hijos a la universidad, pagar un viaje previsto con mucha anticipación, etcétera. Los accionistas eligieron un consejo de administración, que después seleccionó a Smith para que condujera la compañía. Smith y los demás gerentes de la empresa trabajan en beneficio de los accionistas y fueron contratados para seguir políticas que aumenten el patrimonio de los accionistas.

La mayoría de los gerentes entienden que maximizar el patrimonio de los accionistas no significa que sean libres de ignorar los intereses generales de la sociedad. Considere, por ejemplo, qué sucedería si Linda Smith se concentrara estrictamente en crear patrimonio para los accionistas, pero en el camino su compañía fuera insensible a sus empleados y clientes, hostil con la comunidad local e indiferente a los efectos de sus actos en el medio ambiente. Podría dificultársele atraer a empleados de alta calidad, sus productos podrían ser boicoteados, podría enfrentar demandas y reglamentos adicionales y podría encarar publicidad negativa. En definitiva, estos costos llevarían a una reducción del patrimonio de los accionistas. Obviamente, entonces, cuando dan pasos para maximizar el patrimonio de los accionistas, los gerentes razonables también deben tener en mente esas restricciones impuestas por la sociedad.¹³

Desde una perspectiva más amplia, las empresas tienen diferentes departamentos, como marketing, contabilidad, producción, recursos humanos y finanzas. La tarea principal del departamento de finanzas es evaluar posibles decisiones y juzgar cómo afectarán el precio de las acciones y por tanto el patrimonio de los accionistas. Por ejemplo, supongamos que el gerente de producción desea reemplazar equipo viejo por una nueva maquinaria automatizada que reducirá los costos laborales. El personal de finanzas evaluará esa propuesta y determinará si los ahorros parecen valer el costo. De igual manera, si marketing quiere gastar 10 millones de dólares en publicidad durante el Super Bowl, el personal de finanzas evaluará la propuesta, analizará el probable incremento de las ventas y llegará a una conclusión acerca de si el dinero gastado llevará a un precio de las acciones más alto. Las decisiones más significativas se evalúan en términos de sus consecuencias financieras, pero los gerentes astutos reconocen que también deben tomar en cuenta cómo esas decisiones afectan a la sociedad en su conjunto.

Notablemente, algunas compañías han dado pasos más contundentes para reconocer las amplias necesidades de la sociedad. Un número reducido pero creciente de compañías han sido certificadas como corporaciones "B" o de "beneficio". Aunque todavía persiguen ganancias, tienen el compromiso de poner a otros grupos de interés (*stakeholders*), como empleados, clientes y comunidades, en pie de igualdad con los accionistas. Para calificar como corporación B, la compañía debe someterse a una auditoría anual en la que sus prácticas de responsabilidad social, gobernanza corporativa y transparencia sean revisadas. Un artículo reciente en la revista *Time* señala que 26 estados de la Unión

¹³ Un estudio reciente destaca los diversos factores que motivan a los gerentes de corporaciones a hacer inversiones socialmente responsables. Véase Richard Borghesi, Joel F. Houston y Andy Naranjo, "Corporate Socially Responsible Investment: CEO Altruism, Reputation, and Shareholder Interests", *Journal of Corporate Finance*, vol. 26 (junio de 2014), pp. 164-181.

Americana brindan ya un marco legal para que las compañías sean certificadas como corporaciones B. En él se estima asimismo que aproximadamente 1 200 compañías (la mayoría de ellas pequeñas) han calificado ya como corporaciones B.¹⁴

Como cabe imaginar, hay una extensa variedad de opiniones acerca del equilibrio apropiado entre los intereses de los accionistas y otros sectores sociales. Por ejemplo, el gerente de una sociedad de inversión atrajo mucha atención cuando caracterizó la maximización del patrimonio de los accionistas como “la idea más absurda del mundo”. Más tarde, un columnista de alto perfil de *The Wall Street Journal* hizo una fuerte crítica de ese punto de vista y expuso su argumento de por qué la maximización del patrimonio de los accionistas es la meta adecuada.¹⁵ Aunque es indudable que estas discusiones proseguirán, existe un amplio consenso que enfatiza que maximizar el patrimonio de los accionistas no quiere decir que los gerentes corporativos deban ignorar otros intereses sociales. De hecho, nuestro análisis en este capítulo busca ilustrar que las compañías que se empeñan en aumentar el patrimonio de los accionistas tienen que estar siempre muy atentas a esos vastos intereses.

Autoevaluación



¿La maximización del patrimonio de los accionistas es incongruente con ser socialmente responsable? Explique su respuesta.

Cuando Boeing decide invertir 5 000 millones de dólares en un nuevo jet, ¿sus gerentes están seguros de los efectos de ese proyecto en las futuras ganancias y precio de las acciones de la compañía? Explique su respuesta.

1-8 Ética de negocios

A raíz de los escándalos financieros ocurridos en la última década, ha habido una fuerte presión para mejorar la *ética de negocios*. Esto sucede en muchos frentes: acciones legales emprendidas por el exprocurador general de Nueva York y exgobernador Elliot Spitzer y otras personas que demandaron a ciertas compañías por actos impropios; la aprobación por el Congreso de la ley Sarbanes-Oxley de 2002 para imponer sanciones a los ejecutivos que autoricen estados financieros que después resultan falsos; la aprobación por el Congreso de la ley Dodd-Frank para implementar una agresiva renovación del sistema regulatorio financiero de Estados Unidos dirigido a prevenir actos imprudentes que causen otra crisis financiera, y los intentos de las escuelas de negocios de informar a los estudiantes acerca de actos de negocios propios frente a impropios.

Como ya se indicó, las compañías se benefician de una buena reputación y son penalizadas por una mala; lo mismo puede decirse de los individuos. Una reputación refleja la medida en la que las empresas y los individuos son éticas. Ética se define en el *Webster's Dictionary* como “normas de conducta o comportamiento moral”. La ética de negocios puede concebirse como la actitud y conducta de una compañía ante sus empleados, clientes, comunidad y accionistas. El compromiso de una empresa con la ética de negocios puede medirse con la tendencia de sus empleados, de arriba abajo, a adherirse a las leyes, reglamentos y normas morales relativas a la inocuidad y calidad de los productos, prácticas de empleo justas, prácticas de marketing y ventas justas, el uso de información confidencial en beneficio personal, el involucramiento de la comunidad y el uso de pagos ilegales para conseguir ventas.

En la última década, Ethisphere, organización con sede en Scottsdale, Arizona, se ha dedicado a evaluar prácticas éticas de negocios y ha publicado una lista de “Las

¹⁴ Véase Bill Saporito, “Making Good, Plus a Profit: A New Type of Company Lures Activist Entrepreneurs”, *Time*, 23 de marzo de 2015, p. 22.

¹⁵ Véase Holman W. Jenkins, Jr., “Are Shareholders Obsolete?”, *The Wall Street Journal* (www.wsj.com), 2 de enero de 2015.

compañías más éticas del mundo". Esta lista honra a las compañías que promueven internamente normas y prácticas de ética de negocios, permiten a gerentes y empleados tomar buenas decisiones y definen los estándares de su industria introduciendo buenas prácticas. Entre las compañías que han aparecido cada año en esa lista están Aflac, Fluor Corporation, GE, Kao Corporation, Milliken & Company, Starbucks y UPS.¹⁶

1-8A QUÉ HACEN LAS COMPAÑÍAS

Hoy la mayoría de las empresas tienen rigurosos códigos de conducta ética que se reparten en su versión impresa; imparten asimismo cursos de capacitación para garantizar que los empleados conozcan el comportamiento adecuado en diferentes situaciones. Cuando surgen conflictos relacionados con las ganancias y la ética, las consideraciones éticas en ocasiones son tan obviamente importantes que predominan. En otros casos, en cambio, la decisión correcta no es clara. Por ejemplo, supongamos que los gerentes de Norfolk Southern saben que sus trenes que transportan carbón contaminan el aire, pero que el monto de contaminación está dentro de los límites legales y una reducción adicional sería costosa. ¿Están moralmente obligados a reducir la contaminación? De igual forma, hace unos años investigaciones de Merck indicaron que su analgésico [®]Vioxx* podía causar infarto. Sin embargo, las evidencias no eran rotundas y el producto les era muy útil a algunos pacientes. Tiempo después, pruebas adicionales produjeron evidencias más sólidas de que [®]Vioxx* representaba un riesgo de salud. ¿Qué debió haber hecho Merck y cuándo? Si esta compañía hubiera dado a conocer información negativa pero probablemente incorrecta, el anuncio habría perjudicado las ventas y quizá habría impedido que algunos pacientes se beneficiaran del producto. Si hubiera retrasado la divulgación de esa información adicional, más pacientes podrían haber sufrido un daño irreversible. ¿En qué momento Merck debía haber hecho de conocimiento público ese posible problema? No hay respuestas obvias a estas preguntas, pero las compañías deben lidiar con ellas, y de no manejarlas bien podrían sufrir consecuencias severas.

1-8B CONSECUENCIAS DE LA CONDUCTA INMORAL

En los últimos años, los deslices éticos han provocado varias quiebras. Los colapsos de Enron y WorldCom así como del despacho contable Arthur Andersen ilustran drásticamente que la conducta inmoral puede provocar el rápido declive de una empresa. En esos tres casos, altos ejecutivos fueron exhibidos por incurrir en prácticas contables turbias que derivaron en ganancias exageradas. Los ejecutivos de Enron y WorldCom vendían afanosamente sus acciones al tiempo que las recomendaban a empleados e inversionistas externos. Estos ejecutivos cosecharon millones de dólares antes de que las acciones bajaran, mientras que empleados de nivel inferior e inversionistas externos quedaban en la estacada. Algunos de esos ejecutivos están actualmente en prisión, en tanto que el director general de Enron sufrió un infarto fatal mientras esperaba una sentencia después de haber sido condenado por conspiración y fraude. Por su parte, Merrill Lynch y Citigroup, acusados de facilitar esos fraudes, recibieron multas por cientos de millones de dólares.

En otros casos, las compañías evitan la bancarrota pero enfrentan un duro golpe a su reputación. Preocupaciones de seguridad empañaron la alguna vez impecable reputación de confiabilidad de Toyota. Surgieron preguntas éticas respecto al momento en que la alta dirección de la compañía se enteró de los problemas y a si procedió a compartir esas preocupaciones con el público. De igual modo, GM aceptó pagar un arreglo de 900 millones de dólares por su demora en ocuparse de interruptores de ignición defectuosos, los cuales fueron asociados con 57 defunciones y el retiro de más de 2.6 millones de vehículos.

De la misma manera, en abril de 2010 la SEC promovió una demanda civil de fraude contra Goldman Sachs. Alegó que esta había engañado a sus inversionistas cuando

¹⁶ Karsten Strauss, "The World's Most Ethical Companies 2016", *Forbes* (www.forbes.com), 9 de marzo de 2016.

* Derechos pertenecientes al titular de la marca. Esta se menciona exclusivamente con fines ilustrativos para el aprendizaje de los estudiantes.

creó y comercializó valores respaldados por hipotecas de mala calidad. En julio de 2010, Goldman Sachs llegó por fin a un arreglo y aceptó pagar 550 millones de dólares. Aunque este es solo un ejemplo, muchos creen que demasiados ejecutivos de Wall Street en años recientes han estado dispuestos a comprometer su ética. En mayo de 2011, Raj Rajaratnam, fundador del fondo de cobertura Galleon Group LLC, fue condenado por fraude de valores y conspiración en uno de los más grandes casos de operación con base en información confidencial. El señor Rajaratnam vendió información (con un valor aproximado de 63.8 millones de dólares) procedente de miembros de compañías tecnológicas y otras en la industria de los fondos de cobertura. El 13 de octubre de 2011 fue sentenciado a 11 años de cárcel. El 14 de marzo de 2014, la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) demandó a 16 grandes bancos (entre ellos Bank of America, Citigroup y JPMorgan Chase) por manipular activamente la London Interbank Offered Rate (tasa LIBOR) para obtener ganancias adicionales en sus operaciones. Esto es particularmente importante porque la tasa LIBOR se emplea para establecer las condiciones de muchos contratos financieros. Esos bancos fueron acusados de torcer la tasa LIBOR de agosto de 2007 a mediados de 2011. Cinco de esos bancos —Barclay's, RBS, UBS, Deutsche Bank y Rabobank de los Países Bajos— pagaron en conjunto 5 000 millones de dólares para sepultar los cargos y evitar acción penal si cumplían ciertas condiciones.

Más recientemente, la compañía farmacéutica Mylan aceptó pagar al Departamento de Justicia de Estados Unidos un arreglo de 465 millones de dólares por haber hecho cobros excesivos a Medicaid de una inyección antialergias [®]EPIPEN*. Wells Fargo despidió a su director general, a otros altos ejecutivos y a 5 000 empleados; pagó 186 millones de dólares al gobierno y devolvió 2.6 millones en comisiones debido a que ciertos empleados crearon cuentas falsas y otorgaron a clientes tarjetas de crédito no autorizadas para cumplir cuotas de ventas a cambio de bonos. Estos problemas recientes no son exclusivos de las compañías estadounidenses. Hace poco Volkswagen (VW) admitió haber vendido automóviles en los que se había instalado software capaz de falsear las pruebas de emisiones. Aproximadamente 11 millones de autos en todo el mundo, incluidos 8 millones en Europa, cuentan con ese software. VW reservó 6 700 millones de euros (alrededor de 7 600 millones de dólares) para cubrir el costo de retirar millones de vehículos, lo que resultó en sus primeras pérdidas trimestrales en 15 años (en el tercer trimestre de 2015). Su director general renunció y varios de sus altos ejecutivos fueron despedidos a causa de este escándalo. En otro galimatías reciente, la farmacéutica canadiense Valeant fue acusada de contabilidad indebida y aumentos predatorios de precios para impulsar su crecimiento. Además, todo indica que Philidor (filial de Valeant fuera del escrutinio público) alteró recetas a pacientes en beneficio de costosas medicinas de Valeant. A fines de 2016, dos ejecutivos de Philidor (uno de los cuales lo había sido de Valeant) fueron arrestados y acusados de un fraude multimillonario e intento de soborno.

El director general de una empresa es la cara de la corporación. Cuando se le acusa de actividad ilegal, el consejo de administración realiza una investigación independiente, y si el alegato se comprueba, emprende una acción correctiva. En la mayoría de los casos, el director general es destituido. Es mucho menos obvio lo que el consejo debe hacer cuando se acusa al director de conducta cuestionable pero no ilegal. Cuando un director es acusado de mala conducta, el consejo debe investigar la situación, dar pasos proactivos para garantizar que la situación sea apropiadamente aclarada y, sobre todo, garantizar que la reputación, cultura y desempeño a largo plazo de la corporación no sufran daños.¹⁷

La percepción de extendidos actos impropios ha provocado que muchos inversionistas pierdan la fe en los negocios estadounidenses y se aparten del mercado de valores, lo que dificulta a las empresas la obtención del capital que necesitan para crear, generar empleo y estimular la economía. Así, las acciones inmorales pueden tener consecuencias adversas mucho más allá de las compañías que las perpetran.

* Derechos pertenecientes al titular de la marca. Esta se menciona exclusivamente con fines ilustrativos para el aprendizaje de los estudiantes.

¹⁷ David Larcker y Brian Tayan, "We Studied 38 Incidents of CEO Bad Behavior and Measured Their Consequences", *Harvard Business Review* (www.hbr.org), 9 de junio de 2016.

Todo esto plantea una pregunta: ¿las *compañías* son inmorales, o solo algunos de sus empleados? Este fue un aspecto central en el caso de Arthur Andersen, el despacho contable que auditaba a Enron, WorldCom y otras compañías que cometieron fraude de contabilidad. Las evidencias demostraron que relativamente pocos contadores de Andersen colaboraron en la comisión de esos fraudes. Sus altos ejecutivos alegaron que aunque algunos malos empleados hicieron cosas indebidas, la mayoría de los 85 000 empleados del despacho, y la empresa misma, eran inocentes. El Departamento de Justicia de Estados Unidos discrepó y concluyó que la empresa era culpable por haber fomentado un ambiente en el que se permitía el comportamiento inmoral y que Andersen utilizaba un sistema de incentivos que volvía rentable esa conducta tanto para los perpetradores como para la empresa. En consecuencia, Andersen cerró, sus socios perdieron millones de dólares y sus 85 000 empleados se quedaron sin trabajo. En la mayoría de otros casos, se juzgó a individuos, no a empresas, y aunque estas sobrevivieron, sufrieron daños a su reputación, los cuales redujeron considerablemente el potencial y valor de sus ganancias futuras.

1-8C ¿CÓMO DEBERÍAN ENFRENTAR LOS EMPLEADOS LA CONDUCTA INMORAL?

Demasiado a menudo, el deseo de opciones de acciones, bonos y ascensos motiva a los gerentes a actuar de modo inmoral y, por ejemplo, a falsear la contabilidad para que las ganancias de sus divisiones luzcan bien, retener información sobre malos productos que deprimiría las ventas, y abstenerse de tomar costosas pero indispensables medidas para proteger el medio ambiente. En general, estos actos no llegan al nivel de los de Enron o WorldCom, pero son indebidos de todas formas. Si suceden cosas cuestionables, ¿quién debería actuar y qué debería hacer? Obviamente, en situaciones como la de Enron y WorldCom, en la que se perpetraron fraudes en o cerca de la cima, los altos ejecutivos sabían de las actividades ilegales. En otros casos, el problema es causado por un gerente de nivel intermedio que intenta estimular las ganancias de su unidad, y por ende su bono. En todos los casos, sin embargo, al menos algunos empleados de nivel inferior están al tanto de lo que ocurre; incluso se les podría ordenar que cometan actos fraudulentos. ¿Esos empleados de nivel inferior deberían obedecer las órdenes de su jefe, rehusarse a hacerlo o reportar la situación a una autoridad superior, como el consejo o los auditores de la compañía o un fiscal federal?

Como usted puede imaginar, estos asuntos suelen ser complicados y requerir buen juicio acerca de cuándo decidir qué acción emprender y cuándo emprenderla. Si un empleado de nivel inferior piensa que un producto debe ser retirado pero su jefe discrepa de él, ¿qué debería hacer el empleado? Si un empleado decide reportar el problema, podría tener dificultades independientemente de los méritos del caso. Si la alarma es falsa, la compañía habrá sufrido daños y no se habrá ganado nada. En ese caso, el empleado quizá sea despedido. Y aun si tiene razón, podría arruinar su carrera, ya que a muchas compañías (o al menos a los jefes) no les agradan los empleados “desleales y conflictivos”.

Tales situaciones surgen con frecuencia, y van desde fraude contable hasta responsabilidad legal de productos y casos ambientales. Los empleados ponen en peligro su puesto si actúan pese a las objeciones de su jefe. Pero si no hablan, podrían sufrir problemas emocionales y contribuir a la caída de su compañía y la consecuente pérdida de empleos y ahorros. Además, si los empleados obedecen órdenes respecto a actos que saben que son ilegales, podrían ir a dar a la cárcel. De hecho, en la mayoría de los escándalos que han ido a juicio, el personal de nivel inferior que introdujo físicamente los datos falsos recibió sentencias de cárcel más largas que los jefes que presumiblemente dieron la instrucción. Así, los empleados pueden quedar atrapados “entre la espada y la pared”; es decir, hacer lo que deben a riesgo de perder su trabajo o coludirse con su jefe y quizá terminar en prisión. Este análisis muestra por qué la ética es una consideración tan importante en los negocios y las escuelas de negocios, y por qué nos preocupa en este libro.

Autoevaluación



¿Cómo definiría la *ética de negocios*?

¿El plan de compensaciones de los ejecutivos de una empresa puede conducir a conducta inmoral? Explique su respuesta.

Los actos inmorales por lo general son cometidos por personas inmorales. ¿Cuáles son algunas de las medidas que pueden tomar las compañías para garantizar que sus empleados actúen éticamente?



ESLABONAMIENTO DEL CONTENIDO

Este capítulo brinda una amplia visión panorámica de la administración financiera. *La meta primaria de la gerencia debe ser maximizar el valor a largo plazo de las acciones, lo cual se refiere al valor intrínseco medido por el precio de las acciones al paso del tiempo.* Para maximizar el valor, las empresas deben desarrollar los productos que los consumidores necesitan, generar esos bienes en forma eficiente, venderlos a precios competitivos y observar las leyes relativas al comportamiento corporativo. Si las empresas logran maximizar el valor de sus acciones, contribuirán también al bienestar social y de los ciudadanos.

Las empresas pueden organizarse como entidades de propietario único, sociedades, corporaciones y compañías de responsabilidad limitada (LLC) o sociedades de responsabilidad limitada (LLP). La inmensa mayoría de las actividades de negocios corren a cargo de corporaciones, y las empresas más exitosas se convierten en corporaciones, lo que explica que nos centremos en ellas en este libro.

Las principales tareas del director financiero son 1) confirmar que el sistema contable proporcione números válidos para la toma de decisiones internas y para los inversionistas, 2) garantizar que la empresa sea financiada en la forma adecuada, 3) evaluar a las unidades de operaciones para confirmar que se desempeñan de manera óptima, y 4) evaluar todas las propuestas de erogaciones de capital para cerciorarse de que aumentarán el valor de la empresa. En el resto de este libro se estudiará cómo exactamente los gerentes financieros ejecutan estas tareas.

Preguntas y problemas de autoevaluación



(Las soluciones aparecen en el apéndice A)

AE-1 TÉRMINOS CLAVE Defina cada uno de los siguientes términos:

- a. Ley Sarbanes-Oxley
- b. Empresa de propietario único; sociedad; corporación
- c. Corporación S; compañía de responsabilidad limitada (LLC); sociedad de responsabilidad limitada (LLP)
- d. Valor intrínseco; precio de mercado
- e. Inversionista marginal; equilibrio
- f. Gobernanza corporativa
- g. Pirata corporativo; adquisición hostil
- h. Maximización del patrimonio de los accionistas
- i. Ética de negocios

Preguntas

- 1-1** ¿Qué es el valor intrínseco de una empresa? ¿Es el precio vigente de sus acciones? ¿El valor “real” a largo plazo de las acciones se relaciona más estrechamente con su valor intrínseco o con su precio vigente?
- 1-2** ¿Cuándo se dice que una acción está en equilibrio? ¿Por qué una acción podría no estar en equilibrio en un momento dado?
- 1-3** Suponga que tres individuos honestos le dieron sus estimaciones del valor intrínseco de la acción X. Una persona es su compañero de cuarto, la segunda es un analista profesional de valores con una reputación excelente en Wall Street y la tercera es el director financiero de la compañía X. Si las tres estimaciones difirieran, ¿en cuál tendría más confianza? ¿Por qué?
- 1-4** ¿Es mejor que el precio real en el mercado de las acciones de una empresa sea inferior, superior o igual a su valor intrínseco? ¿Su respuesta sería igual desde los puntos de vista de los accionistas en general y de un director general que está a punto de ejercer un millón de dólares en opciones antes de retirarse? Explique su respuesta.
- 1-5** Si el consejo de administración de una compañía desea que la gerencia maximice el patrimonio de los accionistas, ¿la compensación del director general debe determinarse como un monto fijo en dólares o depender de lo bien que se desempeñe la empresa? Si se basa en el desempeño, ¿cómo debería medirse este? ¿Sería más fácil medirlo con la tasa de crecimiento en las ganancias reportadas o con la tasa de crecimiento del valor intrínseco de las acciones? ¿Cuál sería la mejor medida de desempeño? ¿Por qué?
- 1-6** ¿Cuáles son las diversas formas de una organización de negocios? ¿Cuáles son las ventajas y desventajas de cada una?
- 1-7** ¿La maximización del patrimonio de los accionistas debería concebirse como una meta a corto o largo plazo? Por ejemplo, si un acto aumenta el precio de las acciones de una empresa de un nivel presente de 20 a 25 dólares en 6 meses y después a 30 dólares en 5 años pero otro mantiene las acciones en 20 dólares por varios años pero las eleva después a 40 en 5 años, ¿qué acto sería mejor? Piense en algunos actos corporativos específicos con estas tendencias generales.
- 1-8** ¿Cuáles son algunos actos que los accionistas pueden emprender para garantizar que los intereses de la gerencia estén alineados con los suyos?
- 1-9** El presidente de Southern Semiconductor Corporation (SSC) hizo esta afirmación en el informe anual de la compañía: “La meta primaria de SSC es aumentar el valor del capital de nuestros accionistas comunes”. En secciones posteriores de ese informe se hicieron los siguientes anuncios:
- La compañía aportó 1.5 millones de dólares a la orquesta sinfónica de Birmingham, Alabama, sede de sus oficinas generales.
 - La compañía ha invertido 500 millones de dólares para abrir una nueva planta y ampliar sus operaciones en China. Esa operación en China no producirá utilidades durante 4 años, así que las ganancias se deprimirán en ese periodo en comparación con lo que habría sucedido si no se hubiera tomado la decisión de expansión a China.
 - La compañía tiene la mitad de sus activos en forma de certificados de tesorería y mantiene disponibles esos fondos para su uso en emergencias. En el futuro, sin embargo, SSC planea hacer pasar esos fondos de emergencia de certificados de tesorería a acciones comunes.

Explique cómo podrían interpretar los accionistas de SSC cada uno de estos actos y cómo podrían afectar estos el precio de las acciones.

- 1-10** Los inversionistas por lo general pueden ejercer un voto por cada acción en su poder. TIAA-CREF es el accionista institucional más grande de Estados Unidos; así, posee muchas acciones y tiene más votos que cualquier otra organización. Tradicionalmente, esta sociedad ha actuado como inversionista pasivo y se ha limitado a aprobar a la gerencia. Sin embargo, en 1993 notificó por correo a las 1 500 compañías cuyas acciones poseía que en lo sucesivo planeaba intervenir activamente si, en su opinión, la gerencia no se desempeñaba en forma satisfactoria. Su meta era mejorar el desempeño corporativo para elevar el precio de las acciones en su poder. También deseaba alentar a los consejos de administración corporativos a nombrar a una mayoría de consejeros independientes (externos), y declaró que votaría contra cualquier consejero de empresas que “no tengan un eficaz consejo independiente capaz de refutar al director general”.

En el pasado, TIAA-CREF reaccionaba al mal desempeño “votando con los pies”, lo que significa que vendía las acciones que no ofrecían buenos resultados. Pero en 1993 esa posición se había vuelto difícil de sostener por dos razones. Primero, esa sociedad invertía gran parte de sus activos en “fondos de

índice”, los cuales poseen acciones de acuerdo con su valor porcentual en el mercado de valores en general. Además, TIAA-CREF posee tan grandes bloques de acciones de muchas compañías que si intentara vender, eso deprimiría severamente los precios de tales acciones. Así, TIAA-CREF está en gran medida atrapada, lo que condujo a su decisión de convertirse en un inversionista más activo.

- a. ¿Es TIAA-CREF un inversionista ordinario? Explique su respuesta.
 - b. Debido a la magnitud de sus activos, TIAA-CREF posee muchas acciones de varias compañías. La gerencia de esta sociedad planea ejercer el derecho de voto de esas acciones. Sin embargo, TIAA-CREF es propiedad de miles de inversionistas. ¿Sus gerentes deben ejercer el derecho de voto de esas acciones o transferirlos a sus accionistas con base en prorrateo? Explique su respuesta.
- 1-11** En fecha reciente, Edmund Enterprises realizó una gran inversión para actualizar su tecnología. Aunque estas mejoras no tendrán mucho efecto en el desempeño a corto plazo, se espera que reduzcan los costos futuros de modo significativo. ¿Qué efecto tendrá esta inversión en las ganancias por acción de Edmund Enterprises este año? ¿Qué efecto podría tener en el valor intrínseco y el precio de las acciones de esa compañía?
- 1-12** Supongamos que usted es miembro del consejo de administración de la compañía X y presidente del comité de compensaciones de esta misma compañía. ¿Qué factores debería considerar su comité al establecer la compensación del director general? ¿La compensación debería consistir en un sueldo en dólares, opciones de acciones que dependan del desempeño de la empresa o una combinación de ambas cosas? Si se considerara el “desempeño”, ¿cómo debería medírsele? Piense en consideraciones tanto teóricas como prácticas (es decir, de medición). Si fuera también un vicepresidente de la compañía X, ¿sus actos serían distintos que si fuera el director general de otra compañía?
- 1-13** Suponga que es consejero de una compañía de energía con tres divisiones: gas natural, petróleo y gasolina (por expender en gasolineras minoristas). Estas divisiones operan en forma independiente entre sí, pero los gerentes de todas las divisiones responden a las órdenes del director general de la empresa. Si usted formara parte del comité de compensaciones, como se indicó en la pregunta 1-12, y se le pidiera a su comité fijar las compensaciones de los gerentes de las tres divisiones, ¿utilizaría los mismos criterios que para el director general de la empresa? Explique su razonamiento.
- 1-14** Bedrock Company tiene 70 millones de dólares en deuda y 30 millones en capital en acciones. La deuda vence en un año y tiene una tasa de interés de 10%, así que la compañía se compromete a pagar 77 millones a sus tenedores de deuda en un año.

La compañía considera dos posibles inversiones, cada una de las cuales requerirá un costo inicial de 100 millones de dólares. Cada inversión durará un año y el rendimiento de cada cual depende de la solidez de la economía general. Hay 50% de posibilidades de que la economía sea débil y 50% de que sea fuerte.

He aquí los rendimientos esperados (todos los dólares están en millones) de las dos inversiones:

	Rendimiento en un año si la economía es débil	Rendimiento en un año si la economía es fuerte	Rendimiento esperado
Inversión L	\$90.00	\$130.00	\$110.00
Inversión H	50.00	170.00	110.00

Nótese que los dos proyectos tienen el mismo rendimiento esperado, pero el proyecto H tiene más riesgo. A los tenedores de deuda siempre se les paga primero y los accionistas reciben el dinero disponible después de que se les ha pagado a los tenedores de deuda.

Supongamos que si la compañía no tiene fondos suficientes para pagarles a sus tenedores de deuda dentro de un año, Bedrock se declarará en quiebra. Si se declara en quiebra, los tenedores de deuda recibirán todos los fondos disponibles y los accionistas no recibirán nada.

- a. Suponga que la compañía selecciona la inversión L. ¿Cuál es el rendimiento esperado para los tenedores de deuda de la empresa? ¿Cuál es el rendimiento esperado para los accionistas de la empresa?
- b. Supongamos que la compañía selecciona la inversión H. ¿Cuál es el rendimiento esperado para los tenedores de deuda de la empresa? ¿Cuál es el rendimiento esperado para los accionistas de la empresa?
- c. ¿Los tenedores de deuda preferirían que los gerentes de la empresa seleccionaran el proyecto L o el proyecto H? Explique brevemente su razonamiento.
- d. Explique por qué los gerentes de la compañía, actuando en nombre de los accionistas, podrían seleccionar el proyecto H aunque tiene más riesgo.
- e. ¿Qué actos pueden emprender los tenedores de deuda para proteger sus intereses?

Mercados e instituciones financieras

CAPÍTULO 2



© Jemal Countess/Getty Images Entertainment/Getty Images

La economía depende de un sólido sistema financiero

La historia demuestra que un sistema financiero sólido es un ingrediente necesario para una economía creciente y próspera. Las compañías que obtienen recursos para financiar sus erogaciones de capital y los inversionistas que ahorran para acumular fondos para su uso futuro requieren mercados e instituciones financieras que funcionen bien.

En las últimas décadas los cambios en la tecnología y las mejoras en las comunicaciones han incrementado las transacciones más allá de las fronteras nacionales y ampliado el alcance y eficiencia del sistema financiero global. Las compañías de todo el mundo reúnen fondos de manera rutinaria para financiar proyectos globales. De igual forma, con solo un clic, un inversionista individual en Pittsburgh puede depositar fondos en un banco europeo o comprar un fondo de inversión que invierta en valores chinos.

Estas innovaciones contribuyeron a estimular el crecimiento económico global al ofrecer capital a un creciente número de individuos en todo el mundo. En el camino, la industria

financiera atrajo a gran cantidad de personas talentosas que crearon, comercializaron y operaron un amplio número de nuevos productos financieros. Sin embargo, pese a sus beneficios, muchos de estos mismos factores condujeron a excesos que culminaron en la crisis financiera de 2007 y 2008.

Después de esa crisis, el sector financiero se está recuperando lentamente, pero sus efectos persisten. La crisis reafirmó también cómo los cambios en el valor de los activos financieros pueden extenderse y afectar a otras partes de la economía. Por ejemplo, en un artículo de 2014 en *The Wall Street Journal* se describió cómo una drástica caída en muchas de las principales acciones tecnológicas (Facebook, King Digital Entertainment, Netflix, Yelp y Twitter) complicó de repente para las nuevas empresas la obtención de dinero en el mercado de ofertas públicas iniciales (OPI). En los tres años siguientes, al menos dos de esas acciones (Netflix y Facebook) se recuperaron marcadamente y generaron grandes rendimientos para sus inversionistas.

Fundamentos de administración financiera, 15a edición, de Eugene F. Brigham y Joel F. Houston es una obra de gran utilidad para quienes han decidido seguir la carrera de finanzas y para aquellos que optarán por el marketing, la administración u otras carreras de negocios no financieras y necesitan tomar un curso introductorio de finanzas.

En sus 21 capítulos se cubren los principios básicos de las finanzas, que incluyen los temas esenciales del valor del dinero en el tiempo, el análisis de riesgos, la presupuestación del capital y la valuación de acciones.

Cada capítulo incluye una viñeta inicial y un caso integrado que establecen un puente entre la teoría y la realidad del entorno financiero global.

El libro incluye abundantes explicaciones sobre cómo realizar cálculos financieros sencillos, intermedios y avanzados en calculadoras financieras y en hojas de cálculo electrónicas.



Visite nuestro sitio en <http://latinoamerica.cengage.com>

ISBN-13: 978-607-526-925-2
ISBN-10: 607-526-925-8



9 786075 269252