Dirección financiera I

Sonia Sánchez Andújar (Coord.)
María Comino Jurado



PIRÁMIDE

Dirección financiera I

Coordinadora

SONIA SÁNCHEZ ANDÚJAR

PROFESORA TITULAR DE UNIVERSIDAD EN EL DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA FINANCIERA Y CONTABILIDAD
DE LA UNIVERSIDAD DE JAÉN

MARÍA COMINO JURADO

PROFESORA AYUDANTE DOCTORA EN EL DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA FINANCIERA Y CONTABILIDAD
DE LA UNIVERSIDAD DE JAÉN

Dirección financiera I

EDICIONES PIRÁMIDE

Edición en versión digital

Está prohibida la reproducción total o parcial de este libro electrónico, su transmisión, su descarga, su descompilación, su tratamiento informático, su almacenamiento o introducción en cualquier sistema de repositorio y recuperación, en cualquier forma o por cualquier medio, ya sea electrónico, mecánico, conocido o por inventar, sin el permiso expreso escrito de los titulares del copyright.

© Sonia Sánchez Andújar (Coord.), 2025
© María Comino Jurado, 2025
© Director de la colección: Miguel Santesmases Mestre5
© Primera edición electrónica publicada por Ediciones Pirámide (Grupo Anaya, S. A.), 2025
Para cualquier información pueden dirigirse a piramide_legal@anaya.es
Valentín Beato, 21. 28037 Madrid
Teléfono: 91 393 89 89
www.edicionespiramide.es
ISBN digital: 978-84-368-5095-6

Índice

Prólogo 19

1. La inversión y la financiación empresarial. Introducción a las finanzas sostenibles 23

1. Introducción 23
2. El balance empresarial desde el punto de vista financiero 24
   2.1. La estructura económica 24
   2.2. La estructura financiera 28
   2.3. Equilibrio financiero 29
   2.4. Rentabilidad y coste 31
3. La inversión y la financiación empresarial en un entorno de finanzas sostenibles 32
   3.1. La Agenda 2030 y la divulgación de información sobre sostenibilidad 33
   3.2. Hacia una inversión y financiación más sostenibles 34

Anexo 1. Cronología normativa de información no financiera y sostenibilidad en la UE 35

Referencias 36

2. La inversión empresarial. Variables explicativas de la rentabilidad económica de un proyecto 37

1. Introducción 37
2. Variables explicativas de la inversión. Concepto, componentes y efecto fiscal 38
   2.1. Capital invertido o desembolso inicial 39
   2.2. Flujos de caja vinculados a la explotación 45
   2.3. Valor residual 47
3. Dimensión financiera de la inversión empresarial 57
4. Incrementalidad. Casos típicos 58

© Ediciones Pirámide

4.1. Sustitución de un activo 59
4.2. Inversión para la mejora del rendimiento de un activo propiedad de la empresa 59
5. La rentabilidad económica. Tasa interna de rentabilidad 62
6. Supuestos prácticos 63
Supuesto práctico 1 63
Supuesto práctico 2 70
Supuesto práctico 3 78
Referencias 86

3. La financiación empresarial a largo plazo. Variables explicativas del coste de capital de un proyecto 85

1. Introducción 85
2. Clasificación de las fuentes financieras de la empresa a largo plazo 85
3. Financiación interna o autofinanciación empresarial. Coste implícito 87
3.1. Reservas 89
3.2. Amortización contable 94
4. Financiación externa. Determinación de los flujos financieros. Coste explícito 95
4.1. Capital 95
4.2. Subvención de capital a fondo perdido 106
4.3. Préstamo 108
4.4. Emisión de obligaciones 114
4.5. Arrendamiento financiero o leasing 125
5. Otras fuentes financieras 136
5.1. *Angel Finance* 136
5.2. Capital riesgo o *Venture Capital* 137
5.3. *Crowdfunding* 140
5.4. Préstamos participativos 141
5.5. *Project Finance* 142
6. Dimensión financiera de la financiación empresarial. Cálculo del coste de capital de un proyecto 144
7. Variación de los flujos de efectivo de las fuentes financieras utilizadas en un proyecto de inversión-financiación. Incrementalidad 147
8. Supuestos prácticos 148
Supuesto práctico 1 148
Supuesto práctico 2 159
Supuesto práctico 3 171
Anexo 2. Ley de Sociedades de Capital (artículos 273 y 274) 178
Referencias 179

4. Criterios de valoración y selección de proyectos de inversión-financiación 181

1. Introducción 181
2. Tasa de actualización (K) 182

© Ediciones Pirámide

3. Rentabilidad neta relativa (R_n) 183
4. Valor actual neto (VAN) o Valor capital (VC) 183
4.1. Comparativa Valor actual neto (VAN) y Tasa interna de rentabilidad (TIR) 188
5. Valor actual neto global (VANG) 188
6. Valor actual neto real (VANR) 190
7. Tasa interna de rentabilidad global (TIRG) 192
8. Plazo de recuperación descontado o *payback* (PR) 193
9. Factibilidad económica y factibilidad financiera 193
10. Supuestos prácticos 195
Supuesto práctico 1 195
Supuesto práctico 2 198
Supuesto práctico 3 202
Referencias 206

5. Consideración del riesgo en las decisiones de inversión-financiación 207

1. Introducción 207
2. Tipos de riesgo 208
3. Métodos para la consideración del riesgo 209
4. Métodos aproximados para la consideración del riesgo 210
4.1. Ajuste de la tasa de actualización (K) 210
4.2. Reducción de los cash-flow a condiciones de certeza 211
4.3. Exclusión de las variables con mayor incertidumbre en la evaluación 211
5. Métodos estadísticos para la consideración del riesgo 212
5.1. Modelo de Hillier 212
5.2. Modelo de Hertz 216
6. Otros métodos 223
7. Supuestos prácticos 224
Supuesto práctico 1. Hillier 224
Supuesto práctico 2. Hertz 226
Referencias 229

6. Supuestos prácticos. Valoración de proyectos de inversión-financiación en condiciones de certeza 231

Supuesto práctico 1. Empresa Surf 231
Supuesto práctico 2. Empresa Olmo 248
Supuesto práctico 3. Empresa Insecticidas 268

© Ediciones Pirámide

Índice de figuras

Figura 1.1. Ciclo largo de renovación del inmovilizado 26
Figura 1.2. Ciclo corto, de explotación u operativo 26
Figura 1.3. Cálculo del precio de venta 27
Figura 1.4. Balance empresarial desde el punto de vista financiero..... 29
Figura 1.5. Capital corriente y fondo de maniobra 30
Figura 1.6. Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) 34
Figura 2.1. Consideraciones previas a la valoración. 38
Figura 2.2. Período medio de maduración físico. 41
Figura 2.3. Período medio de maduración financiero. 42
Figura 2.4. Capital invertido o desembolso inicial: reflejo en los estados contables. 45
Figura 2.5. Flujos netos de caja vinculados a la explotación: reflejo en los estados contables. 47
Figura 2.6. Relación entre el valor neto contable y el valor de venta de un activo.. 49
Figura 2.7. Valor residual: reflejo en los estados contables. 50
Figura 2.8. Representación gráfica de la dimensión financiera de la inversión empresarial. 57
Figura 2.9. Cálculo de la dimensión financiera de la inversión empresarial. 57
Figura 2.10. Incrementalidad. Casos típicos. 58
Figura 2.11. Sustitución de un activo. 59
Figura 2.12. Opción de no vender el activo antiguo. 60
Figura 2.13. Opción de vender el activo antiguo y amortizar pasivo. 61
Figura 2.14. Opción de vender el activo antiguo e invertir en circulante. 62
Figura 3.1. Financiación empresarial a largo plazo: clasificación. 88
Figura 3.2. Aplicación del resultado contable. 90
Figura 3.3. Esquema de los flujos de efectivo de una ampliación de capital. 106
Figura 3.4. Esquema de los flujos de efectivo de una subvención de capital a fondo perdido. 109
Figura 3.5. Esquema de los flujos de efectivo de un préstamo. 112
Figura 3.6. Características del accionista y del obligacionista en la empresa. 117
Figura 3.7. Esquema de los flujos de efectivo de una emisión de obligaciones. 119

© Ediciones Pirámide

Figura 3.8.	Leasing financiero.	128
Figura 3.9.	Esquema de los flujos de efectivo de un leasing.	130
Figura 3.10.	Dimensión financiera de la financiación empresarial.	147
Figura 3.11.	Amortización financiera de un pasivo existente en la empresa	150
Figura 4.1.	Criterio del Valor actual neto (VAN) o Valor capital (VC)	186
Figura 4.2.	Hipótesis de reinversión de los cash-flow intermedios	190
Figura 4.3.	Criterio del Valor actual neto global (VANG)	191
Figura 4.4.	Descomposición del cash-flow: reinversión	193
Figura 4.5.	Criterio del Valor actual neto real (VANR)	193
Figura 4.6.	Factibilidad económica y factibilidad financiera	197
Figura 5.1.	Tipos de riesgo.	210
Figura 5.2.	Funciones de distribución.	216
Figura 5.3.	Modelo de Hertz. Simulación de Montecarlo.	219
Figura 5.4.	Función discreta.	220
Figura 5.5.	Función rectangular.	220
Figura 5.6.	Función normal.	221

© Ediciones Pirámide

Índice de cuadros

Cuadro 2.1. Balance inicial 52
Cuadro 2.2. Cuentas de resultados y de tesorería del año 1 52
Cuadro 2.3. Balance a 31 de diciembre del año 1 53
Cuadro 2.4. Cuentas de resultados y de tesorería del año 2 53
Cuadro 2.5. Balance a 31 de diciembre del año 2 54
Cuadro 2.6. Cuentas de resultados y de tesorería del año 3 54
Cuadro 2.7. Balance a 31 de diciembre del año 3, antes de la liquidación de los activos 55
Cuadro 2.8. Cálculo de liquidez y reservas, antes de impuestos, generadas por la venta de activos 55
Cuadro 2.9. Reflejo de la liquidación en las cuentas de resultados y de tesorería 56
Cuadro 2.10. Balance a 31 de diciembre del año 3, tras la liquidación de los activos 56
Cuadro 2.11. Dimensión financiera de la inversión 58
Cuadro 2.12. Planteamiento de las alternativas de inversión 66
Cuadro 2.13. Cálculo del valor residual de la maquinaria antigua, momento inicial 66
Cuadro 2.14. Cálculo del cash-flow incremental antes de impuestos y de la variación del gasto anual del primer año 67
Cuadro 2.15. Inversión incremental 67
Cuadro 2.16. Cálculo de la amortización contable 68
Cuadro 2.17. Cálculo del cash-flow incremental después de impuestos 68
Cuadro 2.18. Cálculo de los valores residuales, final del año 4 69
Cuadro 2.19. Valor residual incremental del año 4 69
Cuadro 2.20. Dimensión financiera de la inversión incremental 70
Cuadro 2.21. Balance último de la empresa Fórmate 72
Cuadro 2.22. Planteamiento de las alternativas de inversión 73
Cuadro 2.23. Cálculo del valor residual del mobiliario, momento inicial 74
Cuadro 2.24. Cálculo del cash-flow incremental antes de impuestos y de la variación del gasto anual del primer año 74
Cuadro 2.25. Inversión incremental 75

© Ediciones Pirámide

Cuadro 2.26. Cálculo de la amortización contable 77
Cuadro 2.27. Cálculo del cash-flow incremental después de impuestos 76
Cuadro 2.28. Cálculo de los valores residuales, final del año 5 77
Cuadro 2.29. Valor residual incremental del año 5 77
Cuadro 2.30. Dimensión financiera de la inversión incremental 78
Cuadro 2.31. Planteamiento de las alternativas de inversión 81
Cuadro 2.32. Cálculo del valor residual de la maquinaria antigua, momento inicial 82
Cuadro 2.33. Cálculo del cash-flow incremental antes de impuestos 82
Cuadro 2.34. Inversión incremental 83
Cuadro 2.35. Cálculo de la amortización contable 83
Cuadro 2.36. Cálculo del cash-flow incremental después de impuestos 84
Cuadro 2.37. Cálculo de los valores residuales, final del año 3 84
Cuadro 2.38. Valor residual incremental del año 3 85
Cuadro 2.39. Dimensión financiera de la inversión incremental 85
Cuadro 3.1. Ampliación de capital. Cuadro de flujos anuales después de impuestos 107
Cuadro 3.2. Subvención. Cuadro de flujos anuales después de impuestos 109
Cuadro 3.3. Préstamo. Cuadro inicial de amortización de la empresa 113
Cuadro 3.4. Préstamo. Cuadro de amortización a coste amortizado 114
Cuadro 3.5. Préstamo. Cuadro de flujos anuales después de impuestos 115
Cuadro 3.6. Obligaciones. Cuadro inicial de amortización de la empresa 121
Cuadro 3.7. Obligaciones. Cuadro de amortización a coste amortizado 123
Cuadro 3.8. Obligaciones. Cuadro de flujos anuales después de impuestos 125
Cuadro 3.9. Leasing. Cuadro inicial de amortización de la empresa 131
Cuadro 3.10. Leasing. Cuadro de amortización a coste amortizado 134
Cuadro 3.11. Leasing. Cuadro de flujos anuales después de impuestos 137
Cuadro 3.12. Cuantía de inversión y flujo neto inicial de cada fuente financiera 148
Cuadro 3.13. Dimensión financiera conjunta de la financiación total 148
Cuadro 3.14. Planteamiento de las alternativas de financiación 152
Cuadro 3.15. Nominal o principal del préstamo antiguo 153
Cuadro 3.16. Préstamo antiguo. Cuadro de flujos anuales después de impuestos 153
Cuadro 3.17. Subvención. Cuadro de flujos anuales después de impuestos 154
Cuadro 3.18. Leasing. Cuadro inicial de amortización de la empresa 155
Cuadro 3.19. Leasing. Cuadro de amortización a coste amortizado 156
Cuadro 3.20. Leasing. Cuadro de flujos anuales después de impuestos 159
Cuadro 3.21. Cálculo del importe del capital social necesario 160
Cuadro 3.22. Ampliación de capital. Cuadro de flujos anuales después de impuestos 160
Cuadro 3.23. Dimensión financiera conjunta de la financiación incremental 161
Cuadro 3.24. Balance último de la empresa Fórmate 163
Cuadro 3.25. Planteamiento de las alternativas de financiación 163
Cuadro 3.26. Préstamo antiguo. Cuadro de flujos anuales después de impuestos 164
Cuadro 3.27. Subvención. Cuadro de flujos anuales después de impuestos 165
Cuadro 3.28. Obligaciones. Cuadro inicial de amortización de la empresa 167
Cuadro 3.29. Obligaciones. Cuadro de amortización a coste amortizado 167
Cuadro 3.30. Obligaciones. Cuadro de flujos anuales después de impuestos 170

© Ediciones Pirámide

Cuadro 3.31. Cálculo del importe del capital nuevo necesario 171
Cuadro 3.32. Ampliación de capital. Cuadro de flujos anuales después de impuestos 171
Cuadro 3.33. Dimensión financiera conjunta de la financiación incremental 172
Cuadro 3.34. Balance último de la empresa Roncero 174
Cuadro 3.35. Planteamiento de las alternativas de financiación 174
Cuadro 3.36. Subvención. Cuadro de flujos anuales después de impuestos 175
Cuadro 3.37. Cálculo del importe del préstamo nuevo necesario 176
Cuadro 3.38. Préstamo. Cuadro inicial de amortización de la empresa 177
Cuadro 3.39. Préstamo. Cuadro de amortización a coste amortizado 178
Cuadro 3.40. Préstamo. Cuadro de flujos anuales después de impuestos 179
Cuadro 3.41. Dimensión financiera conjunta de la financiación incremental 180
Cuadro 4.1. Resumen del proyecto de inversión-financiación incremental 198
Cuadro 4.2. Rentabilidad neta incremental 198
Cuadro 4.3. Factibilidad económica y factibilidad financiera 199
Cuadro 4.4. TIRG, VANG y VANR 200
Cuadro 4.5. Plazo de recuperación 200
Cuadro 4.6. Resumen del proyecto de inversión-financiación incremental 201
Cuadro 4.7. Rentabilidad neta incremental 202
Cuadro 4.8. Factibilidad económica y factibilidad financiera 202
Cuadro 4.9. TIRG, VANG y VANR 203
Cuadro 4.10. Plazo de recuperación 203
Cuadro 4.11. Resumen del proyecto de inversión-financiación incremental 205
Cuadro 4.12. Rentabilidad neta incremental 206
Cuadro 4.13. Factibilidad económica y factibilidad financiera 206
Cuadro 4.14. TIRG, VANG y VANR 207
Cuadro 4.15. Plazo de recuperación 207
Cuadro 5.1. Modelo de Hillier 217
Cuadro 5.2. Probabilidad acumulada función discreta: valor residual 223
Cuadro 5.3. Números aleatorios y valores simulados de las variables explicativas 224
Cuadro 5.4. Cash-flow y VAN simulados 224
Cuadro 5.5. Probabilidad acumulada de la función discreta: ventas 229
Cuadro 5.6. Números aleatorios y valores simulados de las variables explicativas 230
Cuadro 5.7. Cash-flow y VAN simulados 230
Cuadro 6.1. Planteamiento de las alternativas de inversión-financiación 236
Cuadro 6.2. Cálculo del valor residual del equipo informático antiguo, momento inicial 237
Cuadro 6.3. Cálculo del cash-flow incremental antes de impuestos y de la variación del gasto anual del primer año 238
Cuadro 6.4. Inversión incremental 238
Cuadro 6.5. Cálculo de la amortización contable 239
Cuadro 6.6. Cálculo del cash-flow incremental después de impuestos 239
Cuadro 6.7. Cálculo de los valores residuales, final del año 3 240
Cuadro 6.8. Valor residual incremental del año 3 240
Cuadro 6.9. Dimensión financiera de la inversión incremental 241

© Ediciones Pirámide

Cuadro 6.10.	Rentabilidad bruta de la inversión incremental	241
Cuadro 6.11.	Subvención. Cuadro de flujos anuales después de impuestos	242
Cuadro 6.12.	Cálculo del importe del préstamo nuevo necesario	243
Cuadro 6.13.	Préstamo. Cuadro inicial de amortización de la empresa	244
Cuadro 6.14.	Préstamo. Cuadro de amortización a coste amortizado	245
Cuadro 6.15.	Préstamo. Cuadro de flujos anuales después de impuestos	247
Cuadro 6.16.	Dimensión financiera conjunta de la financiación incremental	248
Cuadro 6.17.	Coste de la financiación incremental	248
Cuadro 6.18.	Tesorería neta anual y tesorería neta acumulada	248
Cuadro 6.19.	Rentabilidad neta incremental	248
Cuadro 6.20.	TIRG, VANG y VANR	249
Cuadro 6.21.	Plazo de recuperación	250
Cuadro 6.22.	Planteamiento de las alternativas de inversión-financiación	253
Cuadro 6.23.	Cálculo del valor residual del equipo antiguo, momento inicial	254
Cuadro 6.24.	Cálculo de la necesidad de activo corriente	255
Cuadro 6.25.	Inversión incremental	256
Cuadro 6.26.	Cálculo de la amortización contable	256
Cuadro 6.27.	Cálculo del cash-flow incremental después de impuestos	257
Cuadro 6.28.	Cálculo de los valores residuales, final del año 3	258
Cuadro 6.29.	Valor residual incremental del año 3	258
Cuadro 6.30.	Dimensión financiera de la inversión incremental	258
Cuadro 6.31.	Rentabilidad bruta de la inversión incremental	259
Cuadro 6.32.	Crédito antiguo. Cuadro de flujos anuales después de impuestos	259
Cuadro 6.33.	Capital social antiguo. Cuadro de flujos anuales después de impuestos	260
Cuadro 6.34.	Ampliación de capital. Cuadro de flujos anuales después de impuestos	261
Cuadro 6.35.	Leasing. Cuadro inicial de amortización de la empresa	262
Cuadro 6.36.	Leasing. Cuadro de amortización a coste amortizado	263
Cuadro 6.37.	Leasing. Cuadro de flujos anuales después de impuestos	264
Cuadro 6.38.	Cálculo del importe del préstamo nuevo necesario	265
Cuadro 6.39.	Préstamo. Cuadro inicial de amortización de la empresa	266
Cuadro 6.40.	Préstamo. Cuadro de amortización a coste amortizado (flujos anuales después de impuestos)	267
Cuadro 6.41.	Dimensión financiera conjunta de la financiación incremental	268
Cuadro 6.42.	Tesorería neta anual y tesorería neta acumulada	268
Cuadro 6.43.	Rentabilidad neta incremental	268
Cuadro 6.44.	TIRG, VANG y VANR	269
Cuadro 6.45.	Plazo de recuperación	270
Cuadro 6.46.	Planteamiento de las alternativas de inversión-financiación	273
Cuadro 6.47.	Cálculo de la necesidad de activo corriente	274
Cuadro 6.48.	Inversión y financiación necesaria iniciales	274
Cuadro 6.49.	Inversión incremental	275
Cuadro 6.50.	Ingresos y gastos incrementales. Cash-flow incremental antes de impuestos	276
Cuadro 6.51.	Cálculo de la amortización contable	276
Cuadro 6.52.	Cálculo del cash-flow incremental después de impuestos	277

© Ediciones Pirámide

Cuadro 6.53.	Cálculo de los valores residuales, final del año 4	277
Cuadro 6.54.	Valor residual incremental del año 4	278
Cuadro 6.55.	Dimensión financiera de la inversión incremental	278
Cuadro 6.56.	Rentabilidad bruta de la inversión incremental	278
Cuadro 6.57.	Subvención. Cuadro de flujos anuales después de impuestos	279
Cuadro 6.58.	Proveedores de inmovilizado. Cuadro de flujos anuales después de impuestos	280
Cuadro 6.59.	Préstamo Insecticidas. Cuadro de flujos anuales después de impuestos	280
Cuadro 6.60.	Cálculo del importe del préstamo Jabones necesario	281
Cuadro 6.61.	Préstamo Jabones. Cuadro inicial de amortización de la empresa	282
Cuadro 6.62.	Préstamo Jabones. Cuadro de amortización a coste amortizado	284
Cuadro 6.63.	Préstamo Jabones. Cuadro de flujos anuales después de impuestos	286
Cuadro 6.64.	Dimensión financiera conjunta de la financiación incremental	287
Cuadro 6.65.	Tesorería neta anual y tesorería neta acumulada	288
Cuadro 6.66.	Rentabilidad neta incremental	288
Cuadro 6.67.	Plazo de recuperación	289

© Ediciones Pirámide

Prólogo

Lo primero que quiero es manifestar mi satisfacción por haber podido ser de los primeros en conocer este manual y por el inmerecido honor del encargo de escribir estas líneas, que, en una buena parte de los casos, son las primeras a las que uno se enfrenta cuando abre un libro. Por tanto, han de tener la misma sinceridad y seriedad que el resto del manual, ya que, de lo contrario, sería un fraude al lector que no estoy dispuesto a cometer.

En el vasto universo de la gestión empresarial, las finanzas ocupan un lugar preeminente, siendo uno de los pilares fundamentales que sostienen la estructura y el funcionamiento de cualquier organización, desde la *startup* más innovadora hasta la corporación multinacional más consolidada. En un entorno global caracterizado por la volatilidad, la incertidumbre, la complejidad y la ambigüedad, la habilidad para tomar decisiones financieras informadas y estratégicas se convierte no solo en una ventaja competitiva, sino en una necesidad imperante para la supervivencia y el crecimiento de la entidad, sin importar su tamaño, el sector, la ubicación geográfica o el diseño de su activo. La visión actual de las finanzas parte de la perspectiva de la inversión necesaria para el funcionamiento de la empresa, tanto de las nuevas empresas que se crean como de las que están en funcionamiento, y las posibilidades más óptimas de financiación de esas inversiones.

En este contexto, dinámico y exigente, es donde el libro *Dirección financiera I,* que el lector tiene en sus manos, y que considero una obra de invaluable relevancia y actualidad, se presenta como una guía esencial para aquellos que desean comprender y dominar los principios fundamentales de esta disciplina tan crucial. Este manual está especialmente dirigido a los alumnos universitarios de los títulos de empresa, pero también es valioso para los profesionales de las finanzas empresariales que buscan reforzar y actualizar sus conocimientos. Lejos de ser una mera recopilación de conceptos teóricos, la obra se presenta como un recurso didáctico y práctico, concebido para empoderar al lector con las herramientas y las pers-

© Ediciones Pirámide

pectivas necesarias para desenvolverse con éxito en el desafiante mundo de la dirección financiera, una materia clásica, pero vital y de permanente importancia en la actualidad. La evaluación de proyectos de inversión y financiación es una tarea cotidiana en cualquier empresa o negocio, y este libro proporciona las bases necesarias para abordar estas decisiones con confianza y conocimiento.

Las autoras, Sonia Sánchez y María Comino, son profesoras de la Universidad de Jaén y cuentan con un amplio reconocimiento en el ámbito académico y profesional. Sus años de dedicación a la docencia y su experiencia en la investigación sobre finanzas en empresa familiar les confiere una comprensión profunda y multifacética de la disciplina que se refleja en cada página de este manual. Tengo el privilegio de mantener con ellas una relación profesional y personal de muchos años, y puedo afirmar su rigor intelectual, su pasión por la docencia y su habilidad para conectar la teoría con la práctica, que se transmite de manera palpable en el texto.

El libro se aborda desde la perspectiva que las empresas son diversas, que las reglas de actuación no son universales y que más allá de los números (y del potente valor simbólico que tienen) son los gestores los encargados de su interpretación y de la decisión que entienden más acorde a los objetivos del negocio. Con esas ideas se reconoce que, dada la amplia variedad de empresas, prácticamente no hay principios y reglas que puedan aplicarse a todas por igual. Esta perspectiva matizada es crucial, ya que dota al lector de la capacidad de realizar un análisis particularizado para cada negocio, una habilidad esencial en el mundo real. Mientras otros textos pueden ofrecer un enfoque más genérico, este prepara al futuro profesional para la complejidad y la especificidad de las situaciones financieras, permitiéndole adaptar los conocimientos teóricos a escenarios concretos y únicos. Reconocer que las decisiones dependen de cuestiones particulares y de las preferencias de los encargados en adoptarlas, integrando la técnica con la estrategia y el factor humano, es un pilar diferenciador de esta obra.

El manual tiene su base en los apuntes que las autoras han elaborado y utilizado en sus clases durante muchos años, los cuales han sido mejorados con las aportaciones de los alumnos y alumnas y las consiguientes reflexiones de las profesoras tras las dudas planteadas en clase. Esta retroalimentación constante ha pulido el texto hasta convertirlo en una herramienta pedagógica excepcionalmente clara, concisa y efectiva, que anticipa las dificultades de comprensión del estudiante y las aborda de manera proactiva. Me parece que esta metodología para elaborar una publicación docente es la más correcta y la que más en consonancia está con las características que presiden a las autoras, la humildad y la honestidad profesional. Pienso que ellas tienen como faro en su actuación el pensamiento que Ortega y Gasset parece transmitir con su frase "Siempre que enseñes, enseña a la vez a dudar de lo que enseñas", como idea de la importancia de motivar al alumno en invertir la mayor parte del tiempo de su aprendizaje en el pensamiento crítico y en el análisis de la información que se le suministra, que les permite expresar sus propias ideas, y que aquí ha servido para enriquecer la forma de presentar

© Ediciones Pirámide

los conocimientos, como he dicho antes, y así construir el libro con los ingredientes que más valor y utilidad tienen en la formación académica.

El atributo que define a la Dirección Financiera es su inquebrantable carácter práctico, al que aquí se ha querido colaborar con el diseño de un documento aplicable, que permite al lector no solo entender los conceptos, sino también utilizarlos para resolver problemas reales. La estructura del manual, con sus seis capítulos, refuerza esta orientación práctica. En todos los temas, excepto en el introductorio, hay ejemplos y ejercicios prácticos que complementan los conceptos teóricos que se exponen con rigor, pero con un lenguaje sencillo y accesible para los que se inician en esta materia. La pedagogía empleada es un claro reflejo de esta filosofía; la combinación de rigor conceptual y claridad expositiva es una de las grandes virtudes de la obra.

En todos los temas hay referencias relevantes a publicaciones anteriores consolidadas en el ámbito de estudio. Los temas recogen varios supuestos completos resueltos, desarrollados con mucho detalle, paso a paso, desgranando todos los apartados, referenciando los conceptos necesarios para su realización, interpretando los resultados y explicando su utilidad para tomar decisiones. Destaca la existencia de un capítulo final dedicado exclusivamente al planteamiento y la resolución de varios casos. Reconociendo la importancia de las herramientas tecnológicas en las finanzas modernas, se hace referencia a las posibilidades que ofrece Excel, como aplicación más extendida en el ámbito empresarial, para la resolución de estos problemas de finanzas, señalando las fórmulas necesarias en cada caso, que el estudiante necesitará en el entorno profesional.

El capítulo 1 sirve para repasar conceptos básicos y necesarios de contabilidad empresarial, desde la perspectiva del Balance y la Cuenta de Resultados, el concepto de corto y largo plazo vinculado a la actividad corriente y al diseño permanente de la empresa, además de plantear la distinción entre corriente de renta, más propio de la contabilidad, y la corriente de tesorería, más dentro del campo financiero. También contiene un apartado novedoso sobre finanzas sostenibles que es algo de gran importancia en el contexto actual.

A continuación, se separan las dos caras (de la misma moneda) de las finanzas, la inversión y su rentabilidad, a lo que dedica el capítulo 2, y la financiación y su coste, abordado en el capítulo 3. Posteriormente, se juntan ambas perspectivas en el capítulo 4 para centrarse en la rentabilidad neta. El capítulo 5 abandona el ambiente de certeza que planea en los cuatro capítulos anteriores, para adentrarse en el análisis en escenarios de riesgo en las decisiones de inversión y financiación.

En conclusión, *Dirección financiera I* es una obra en la que Sonia Sánchez y María Comino han logrado combinar, con la maestría a la que nos tienen acostumbrados, el rigor académico con una visión práctica, accesible y actualizada de las finanzas empresariales, de verdadera utilidad para los que buscan explorar este fascinante mundo. Invito al lector a sumergirse en sus páginas con curiosidad y espíritu crítico y a aprovechar al máximo las enseñanzas de las autoras, que han

© Ediciones Pirámide

observado de primera mano las necesidades y desafíos del aprendizaje en el ámbito de las finanzas, para comprender sus principios y cómo aplicarlos para tomar decisiones inteligentes y estratégicas en la práctica diaria de la gestión empresarial.

Jaén, 11 de junio (Virgen de la Capilla) de 2025

MACARIO CÁMARA DE FUENTE
Catedrático de Economía
Financiera y Contabilidad

© Ediciones Pirámide

1 La inversión y la financiación empresarial. Introducción a las finanzas sostenibles

1. INTRODUCCIÓN

Cualquier empresa lleva a cabo a lo largo de su vida una serie de proyectos de inversión y financiación que se van solapando unos con otros y que la van perfilando, desde el primero de ellos, que es la creación de la misma, hasta aquellos, de mayor o menor envergadura, que pueden llevar a esa empresa a ampliar su actividad, renovar determinados elementos de su activo o plantear un uso diferente para ellos. En este manual vamos a centrarnos en el análisis económico-financiero de estos proyectos, separando la inversión necesaria para su desarrollo y la financiación requerida para su consecución. Primero, desglosaremos las distintas variables que intervienen tanto en la inversión como en la financiación empresarial, estimando, de la forma más objetiva posible, su comportamiento futuro. Segundo, calcularemos la rentabilidad que generan las inversiones y el coste de la financiación que se debe soportar, para, finalmente, comparar ambos como base para la toma de decisiones en cuanto a la conveniencia o no de acometer cada proyecto. Además, en este manual abordaremos dos posibles escenarios en los que se puede llevar a cabo este proceso de decisión: el escenario de certeza y el escenario de riesgo. Los capítulos 2, 3 y 4 se desarrollarán en el primero de ellos, mientras que el capítulo 5 lo hará en un contexto de riesgo.

Nuestro interés se enfoca en los flujos de efectivo o dinero, tanto de entrada como de salida a la empresa, que se producen en el desarrollo de un proyecto empresarial, distinguiendo los motivados por la adquisición y puesta en funcionamiento del activo, por un lado, y los generados por la existencia del pasivo, por otro.

Este primer capítulo tiene por objeto repasar algunos conceptos contables básicos, interpretándolos desde el punto de vista estrictamente financiero; además de introducir algunas nociones relevantes sobre la inversión y financiación empre-

© Ediciones Pirámide

sarial en el contexto del nuevo marco de finanzas sostenibles que guía actualmente la actividad económica y financiera de las empresas.

Es importante matizar que, debido a la gran variedad de empresas existentes, por el producto o servicio que ofrecen, por los sistemas productivos utilizados, por su tamaño, por su ubicación geográfica, etc., seguramente no haya un solo concepto o idea que sea aplicable a todas ellas, así que asumiremos como generales y relativas todas las nociones y apreciaciones vertidas en este manual.

2. EL BALANCE EMPRESARIAL DESDE EL PUNTO DE VISTA FINANCIERO

El balance es un estado contable que refleja la situación patrimonial de la empresa en un momento determinado. Está formado por una estructura económica y una estructura financiera.

Dentro de la *estructura económica,* o *activo,* se detalla el conjunto de inversiones que ha realizado la empresa; esto es, los bienes y derechos que esta ha adquirido o que se han generado durante su funcionamiento.

Por su parte, la *estructura financiera,* o *pasivo y patrimonio neto,* señala el origen de los recursos financieros. Como el pasivo[1] es la contrapartida del activo, siempre ha de cumplirse la igualdad contable entre el total del activo y el total del pasivo y patrimonio neto.

2.1. La estructura económica

La actividad de la empresa la realiza la estructura económica o, mejor dicho, los activos que la componen. Una vez adquiridos estos activos, el objetivo principal es ponerlos en funcionamiento para conseguir fabricar los productos u ofrecer los servicios que nuestros clientes van a adquirir o recibir. Con este fin, será necesario, además, ir asumiendo una serie de gastos y adquisiciones de materiales que se consumirán durante el desarrollo de la actividad empresarial. Cuando los bienes y servicios vendidos a nuestros clientes sean cobrados, utilizaremos ese dinero para mantener la empresa en actividad. Por ello, podemos decir que los activos tienden a convertirse en dinero o líquido.

Pues bien, la estructura económica del balance suele ordenarse en función del grado de liquidez de las diferentes partidas que la componen. Dicho grado de liquidez hace referencia al tiempo que tarda cada partida en convertirse en dinero. Las menos líquidas, que permanecen en la empresa a largo plazo, se agrupan en

[1] En numerosas ocasiones, al hablar de pasivo, se está haciendo referencia tanto al pasivo como al patrimonio neto.

© Ediciones Pirámide

el activo no corriente. Así, un edificio o una maquinaria participan en el proceso de generación de un bien o un servicio que es vendido o prestado a los clientes que pagan un precio. Este dinero recibido de los clientes permite recuperar poco a poco la inversión realizada para adquirir ese edificio o maquinaria; es decir, estos activos se van a convertir en dinero a lo largo de los años. El activo corriente, por su parte, está formado por aquellas partidas más líquidas. Nos referimos a los elementos ligados al ciclo en el que se enmarca la actividad principal de la empresa, ya sea productiva o de servicios, y que se renuevan en cada período de producción o de generación de servicios. De esta forma, la materia prima, por ejemplo, se incorpora al proceso de fabricación del producto final que, generalmente, será vendido a los clientes, y cobrado en un período breve de tiempo. Por tanto, esta materia prima se convertirá en dinero en poco tiempo.

Activo no corriente

Dentro del activo no corriente encontramos un conjunto de bienes y derechos vinculados a la empresa durante varios ejercicios económicos, esto es, que poseen la característica de permanencia. La transformación total en dinero de los bienes exige el transcurso de un período largo de tiempo, siendo el proceso de *amortización técnica*[2] el que posibilita este hecho, al desarrollarse lo que denominamos ciclo largo de renovación del inmovilizado (véase figura 1.1).

La amortización técnica podemos definirla como el proceso mediante el cual, una vez estimada la pérdida anual de valor de un activo no corriente por su uso u obsolescencia, esta se incorpora al precio de venta del producto o servicio, consiguiendo así cobrarle al cliente todos los gastos en los que ha incurrido la empresa para poder atender a su demanda. Es decir, mediante el proceso de amortización técnica compensamos la depreciación o deterioro del activo no corriente, o lo que es igual, convertimos en líquido a este activo, intentando asegurar la renovación del mismo cuando sea necesario.

El proceso de amortización descrito refleja la *función económica* que esta desempeña, ya que se considera la imputación al coste del producto de la depreciación sufrida por algunos activos. Se trata, por tanto, de un sistema de reparto de cargas fijas. Además de esta función económica, la amortización técnica cumple una *función contable*[3], al perseguir que los activos depreciables estén contabilizados por un valor más cercano a su valor real. Por último, las amortizaciones técnicas cumplen una *función financiera* porque las sucesivas dotaciones a amortización que se realizan en cada ejercicio económico, materializadas en el dinero cobrado a los clientes por el deterioro de los activos no corrientes, pueden ser

[2] Recibe diferentes denominaciones, como amortización técnica, contable y económica.

[3] El precio de adquisición del activo no corriente aparece en el balance en el momento de la compra y, a medida que se va depreciando, ese valor en balance va disminuyendo anualmente por la cuantía de la depreciación estimada.

© Ediciones Pirámide

utilizadas para adquirir activos de mayor o menor liquidez, o para pagar otros gastos corrientes.

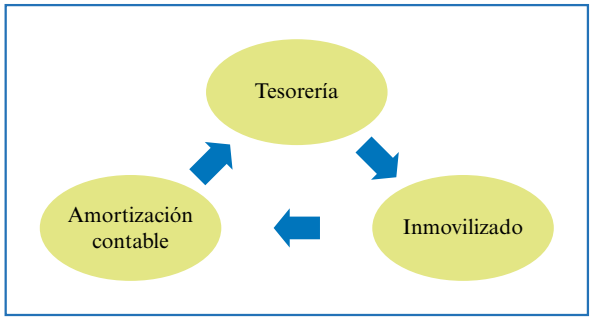

Figura 1.1. Ciclo largo de renovación del inmovilizado.

Activo corriente

Las actividades operativas o de explotación desarrolladas en la empresa siguen una secuencia cuya duración suele ser inferior al año. A este período se denomina ciclo corto, de explotación u operativo. Los elementos de activo corriente se van consumiendo en este ciclo operativo.

Dicho ciclo, en términos generales para una empresa industrial, consiste en la adquisición inicial de materias primas para, tras su incorporación y transformación en el proceso productivo, continuar con la obtención y almacenamiento de productos terminados, realizar la venta de los mismos y recuperar el dinero empleado en todo el proceso, además de un margen de beneficio con el cobro de las cuentas de clientes (véase figura 1.2).

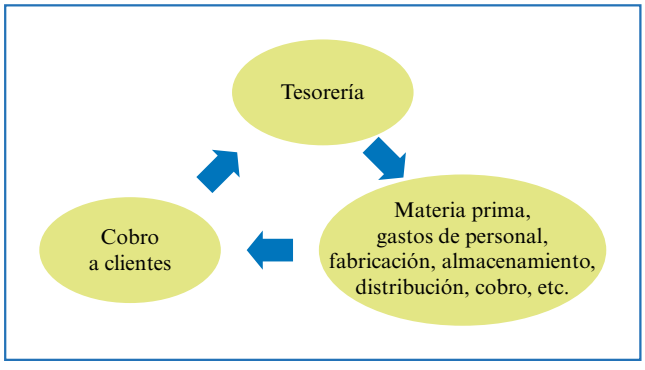

Figura 1.2. Ciclo corto, de explotación u operativo.

© Ediciones Pirámide

Si bien el ciclo corto, en general, podría descomponerse en cuatro intervalos o subperíodos (almacenamiento de materias primas, producción, almacenamiento de productos terminados y cobro a clientes), esta descomposición variará en función del sector de actividad, del tamaño de la empresa, de su estructura organizativa, etc., pudiendo encontrar empresas con diferente número de subperíodos.

Una vez descritos los dos procesos que se desarrollan en la empresa, el ciclo corto, que involucra a los activos corrientes, y el ciclo de renovación del inmovilizado, que describe la evolución de los activos no corrientes, conviene señalar que ambos procesos tienen lugar de manera simultánea; aunque, como se puede intuir atendiendo a la duración de los mismos, generalmente se desarrollarán varios ciclos cortos dentro de un ciclo largo. A continuación, veremos el reflejo de estos dos ciclos en el precio de venta de los bienes y servicios, lo que nos ayudará a entender que todo desembolso realizado en la actividad empresarial debe ser recuperado a través del cobro a los clientes, ya que estos son los destinatarios finales.

Cálculo del precio de venta

Dado que, como acabamos de comentar, el cliente debe pagar todo gasto en que incurra el empresario al intentar satisfacer la demanda (véase figura 1.3), al calcular el precio de venta se considerarán todos los gastos derivados del ciclo corto (materia prima, mano de obra y gastos generales), debiéndose incorporar también los procedentes del ciclo largo (es decir, debe retenerse, mediante la dotación a la amortización técnica, parte de los ingresos para compensar la depreciación o deterioro de los activos no corrientes utilizados).

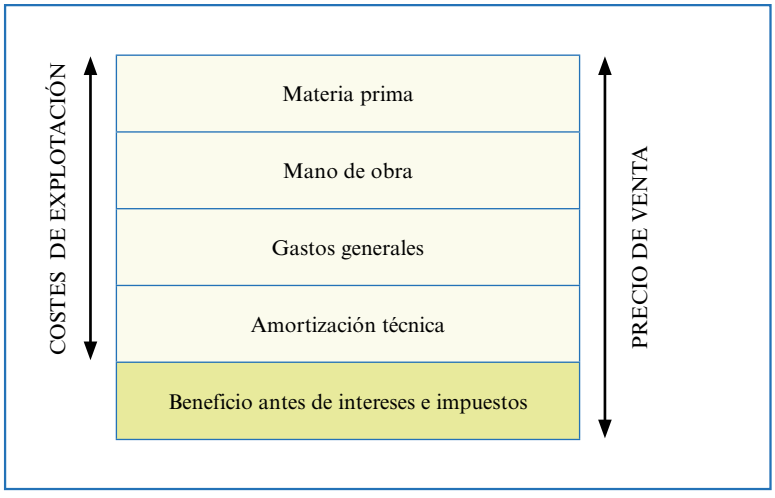

Figura 1.3. Cálculo del precio de venta.

© Ediciones Pirámide

2.2. La estructura financiera

La adquisición y puesta en funcionamiento de la estructura económica se realiza gracias al dinero o recursos que aportan determinadas personas o instituciones, constituyendo estos recursos la estructura financiera. Lógicamente y de forma general, la cesión de dinero a una empresa se realiza de manera temporal; es decir, las personas o instituciones que lo aportan, tarde o temprano, exigirán su devolución. Pues bien, el criterio de grado de exigibilidad es el utilizado para la ordenación de la estructura financiera en un balance y hace referencia al tiempo del que dispone la empresa para devolver los recursos financieros que ha recibido. Las fuentes que no tienen un plazo establecido para su amortización financiera (o devolución) y las exigibles a largo plazo conforman los capitales o recursos permanentes, y las diferentes fuentes exigibles en un período corto de tiempo, generalmente inferior a un año, constituyen el pasivo corriente.

Capitales permanentes

Los capitales permanentes comprenden el conjunto de fondos que por su naturaleza están vinculados a la empresa durante un largo período temporal (dinero que ha entrado en la compañía y que no tiene que ser devuelto a corto plazo). Su misión es, en términos generales y como mínimo, financiar las inversiones permanentes de la misma. El capital permanente está integrado por los recursos propios, que no tienen un plazo establecido para su amortización financiera (o devolución), y por los recursos ajenos a largo plazo o pasivo no corriente, que serán exigidos en un período superior a un año. Los recursos propios pertenecen a los accionistas o propietarios de la empresa, mientras que los recursos ajenos pertenecen a terceros y han sido prestados a la misma con la condición de ser devueltos en un plazo concreto.

Pasivo corriente

El pasivo corriente o exigible a corto plazo es el conjunto de fondos cuyo vencimiento tiene lugar en un período de tiempo relativamente reducido. Una adecuada gestión de los mismos exigirá que sean reembolsados con los ingresos procedentes del ciclo de explotación. En este manual, para el análisis de la viabilidad de un proyecto de inversión-financiación, no trabajaremos con los recursos financieros a corto plazo, centrándonos solo en los del largo plazo.

La figura 1.4 recoge el balance de una empresa desde el punto de vista financiero.

© Ediciones Pirámide

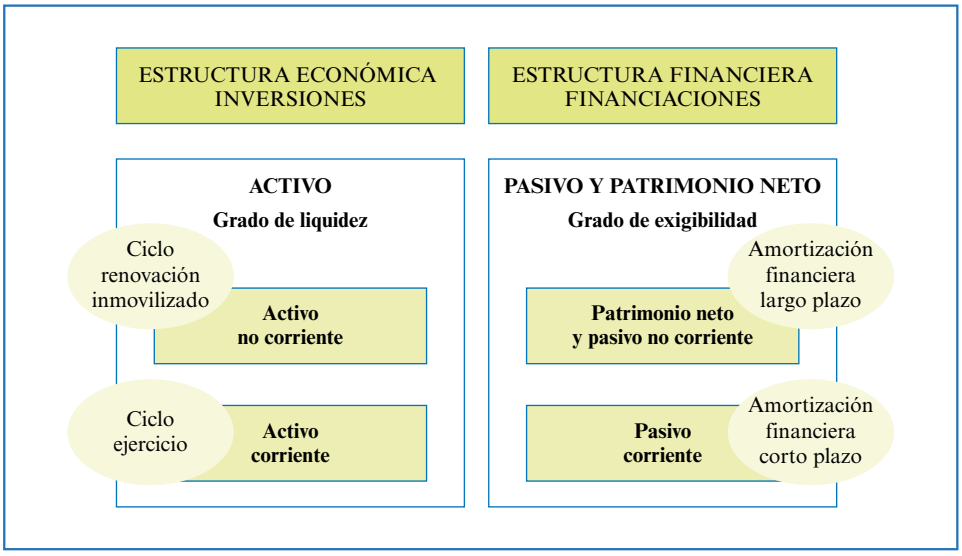

Figura 1.4. Balance empresarial desde el punto de vista financiero. [FUENTE: Jiménez Caballero y otros (2005).]

2.3. Equilibrio financiero

Como hemos comentado con anterioridad, la estructura económica es cuantitativamente la misma que la estructura financiera, expresivas ambas del patrimonio empresarial, pero contempladas desde diferentes perspectivas:

— La estructura económica refleja los empleos efectuados con los recursos financieros disponibles, es decir, las diferentes inversiones realizadas. Responde a la pregunta: ¿para qué se ha utilizado el dinero?
— La estructura financiera, por su parte, refleja los orígenes de estos recursos, esto es, las distintas financiaciones utilizadas. Responde a la pregunta: ¿de dónde procede el dinero?

Parece entonces lógico que exista una cierta correspondencia entre el grado de liquidez, o plazo que necesita un activo para convertirse en líquido, y el grado de exigibilidad, o plazo de amortización financiera o devolución del pasivo que se utiliza para financiarlo. No quiere decir esto que cada inversión realizada tenga que tener una financiación asociada con un plazo de devolución exactamente igual al tiempo que dicha inversión va a permanecer en la empresa, pero sí que sea lo suficientemente amplio como para poder devolver el dinero con el funcionamiento continuado del activo.

© Ediciones Pirámide