



1388

Procedimiento para determinar la estructura financiera óptima en hoteles de capital mixto

Yendris Pulido del Risco, Hermys Lorenzo Linares, Adelfa Alarcón Armenteros y Alexis Alemán Buchillón

Editado por Servicios Académicos Internacionales para eumed.net
Derechos de autor protegidos. Solo se permite la impresión y copia de este texto para uso personal y/o académico.

Este libro puede obtenerse gratis solamente desde
<http://www.eumed.net/libros-gratis/2014/1388/index.htm>

Cualquier otra copia de este texto en Internet es ilegal.

Título: Procedimiento para determinar la Estructura Financiera Óptima en Hoteles de Capital Mixto.

**Autores: MSc. Yendris Pulido del Risco.
MSc. Hermys Lorenzo Linares.
Dra. Adelfa Alarcón Armenteros
Lic. Alexis Alemán Buchillón**

Ciego de Ávila, 2014.

RESUMEN.

El sector turístico en Cuba es sin lugar a duda uno de los de mayor importancia para la economía en los últimos años. La anterior afirmación sirve de base para analizar la estructura financiera en Hoteles de Capital Mixto, dada por las ventajas que provoca la utilización de la deuda en la composición del financiamiento. Este sector posee particularidades que lo diferencia del sector estatal cubano, una de ellas es la definición del esquema del Estado de Resultados así como la distribución y aportes de las utilidades, por lo tanto la distribución entre el capital ajeno y propio en esta rama se hace difícil de encontrar por los métodos conocidos, principalmente para los hoteles de capital mixto que es el caso. Se propone un procedimiento de análisis basado en los métodos y teorías existentes a nivel internacional y en Cuba, siguiendo el criterio de la posición tradicional que plantea que si es posible encontrar una estructura financiera óptima para cada empresa, el procedimiento está soportado en Excel en tres hojas de cálculo que corresponden a los escenarios : probable, óptimo y pesimista, donde se utiliza el préstamo a corto y largo plazo, logrando aumentar la eficiencia económica y financiera al combinar los intereses del Estado como Fisco y como dueño.

SUMMARY

Tourism in Cuba is without any doubt the most important sector of the Cuban economy in the last years. This statement provides a basis for analyzing the financial structure Hotels Capital Joint given by the benefits resulting from the use in the composition of debt financing. This sector has particularities that mark differences with the rest of the Cuban state sector, one of them is the definition of the Result State diagram as well as the distribution and contribution of the utilities, therefore the distribution among the external and own capital in this division becomes hard to calculate by the regular methods, specifically in the mixed capital hotels, which is our case. We are proposing a procedure based on methods and existent theories internationally and in Cuba, following the judgment of the traditional position that establishes that is perfectly possible to find the exact financial structure for each company, these procedure is supported in Excel in three calculation pages that correspond to the following scenarios: probable, good and pessimistic, using the short and long terms loans, increasing the economic and financial efficiency combining the interests of the State as owner and treasury.

INDICE.

INTRODUCCIÓN	1
DESARROLLO	7
LA ESTRUCTURA FINANCIERA ÓPTIMA EN LA GESTIÓN EMPRESARIAL	7
Los enfoques clásicos sobre estructura financiera	7
Teorías actuales sobre estructura financiera	15
PROPUESTA DE PROCEDIMIENTO PARA DETERMINAR LA ESTRUCTURA FINANCIERA EN HOTELES DE CAPITAL MIXTO.....	27
Estructura financiera en el Hotel X	27
Procedimiento para determinar la estructura financiera adecuada en hoteles de capital mixto	33
APLICACIÓN DEL PROCEDIMIENTO EN HOTELES DE CAPITAL MIXTO: ESTUDIO DE CASO.....	41
Criterios para la implementación del Procedimiento propuesto.....	41
Aplicación del procedimiento en el Hotel N-H Krystal Laguna Villas y Resort.	46
CONCLUSIONES	62
RECOMENDACIONES	63
BIBLIOGRAFÍA	64
ANEXOS	68

INTRODUCCIÓN

“El Turismo Internacional, al contribuir al desarrollo de las relaciones científicas, culturales y económicas entre los países, es al mismo tiempo un renglón importante para el ingreso de divisas...”¹, aspectos que permiten afirmar que el turismo será el sector de mayor crecimiento a nivel mundial en las primeras décadas del siglo XXI.

El turismo no es una actividad nueva en Cuba. Al igual que en el mundo, tuvo su auge a partir de los años 50, período antes del triunfo revolucionario de 1959, a partir de esta fecha, el desarrollo de la economía cubana estuvo dirigido a otros programas importantes del país, por lo cual el turismo era entonces fundamentalmente nacional, hecho que condicionó una estructura habitacional poco competitiva como producto internacional.

En los años 80 comienza la reapertura al turismo internacional, pero es en 1990 que se produce un nuevo enfoque del desarrollo de este sector, se crean las primeras empresas mixtas y hay un crecimiento acelerado en los arribos de visitantes y en los ingresos. La solución de algunos problemas de años anteriores fue la apertura económica en la Isla a inicios de 1990, lo cual convirtió al sector turístico en el más dinámico de todos y hacia donde se fue dirigiendo la mayor cantidad de inversionistas extranjeros.

La participación del turismo internacional en los ingresos de la Balanza de Pagos se elevó desde un 4% a inicios de la década de los 90 hasta más de un 41% para el 2006. En esos años, la quinta parte del total de inversiones del país, se concentraron en el sector del turismo internacional.

El empleo directo se ha duplicado desde 48 000 hasta más de 100 000 personas y otras 200 000 en forma indirecta. En términos globales uno de cada 10 trabajadores empleados en la economía civil se relacionan con los servicios turísticos. Muy Pocos países han experimentado un cambio estructural tan profundo como el transitado por la economía cubana en el último decenio. El turismo lo califican ahora como la locomotora de la economía cubana. El derrame de su demanda de bienes y servicios ha propiciado, en el resto de la economía, restablecer o crear decenas de miles de

¹Rozín, M. S., Geografía Económica Contemporánea. La Habana. Editorial Pueblo y Educación, 1997. Pág. 205.

empleos, introducir nuevas tecnologías, crear un mercado facilitador de la modernización de muchas ramas.

Hace varios años, la oferta nacional solamente satisfacía el 18 % de los productos y los servicios requeridos por la industria turística. El año pasado este indicador se elevó a más del 60%. Para lograr este cambio radical, no se aplicó una política proteccionista. En su lugar primó la política de apoyar a los suministradores nacionales, siempre que satisfaga las condiciones de ser competitivos en precios, calidad y plazos de entrega. Recibieron asesoramiento, se les dio a conocer las proyecciones de crecimiento futuro por polos, principales segmentos y ofertas turísticas. Fueron respaldados en la obtención de financiamientos en términos comerciales. Complementariamente, el propio Ministerio de Turismo creó una entidad financiera que otorgó a los productores créditos en condiciones favorables para incrementar su participación, lo que además trajo un importante cambio en la estructura productiva, creando las bases para nuevos fondos exportables.

Todo esto ha conllevado a muchos científicos y estudiosos de diferentes materias a girar sus investigaciones en torno a esta actividad. Se han realizado muchos esfuerzos desde el punto de vista de los servicios, de mercadotecnia, la disminución de los costos operativos, la capacitación, la promoción y la publicidad, entre otros, encaminados a aumentar ventas con el mínimo de gastos; pero, el aumento de la eficiencia desde el punto de vista financiero, entendido como la elevación del valor de la empresa, no ha sido explotado con fuerza en estas investigaciones para el sector del turismo. "...el valor de la empresa depende de variable reales –los bienes que produce, los precios que fija y los costos en que incurre-“².

Mediante el Decreto-Ley 147 sobre la modificación de los organismos de la Administración Central del Estado, el 21 de abril de 1994 fue creado el Ministerio de Turismo para ejercer las funciones rectoras de dirección política, regulación y control del sector y la actividad empresarial en él.

El MINTUR es el organismo estatal rector del Sistema de Turismo, en el cual participan otras entidades del país. En este sentido, el MINTUR elabora la política y

² Brealey y Myers., "Fundamentos de Financiación Empresarial. Cuarta Edición". Graw Hill. Interamericana de España. S.A. 1993. Pág.1120.

controla su aplicación en las entidades que administran directamente las propiedades del sector. Sus objetivos estratégicos actuales son los siguientes: Diseñar y concretar una comercialización más eficiente del producto turístico, Incrementar y diversificar una oferta turística más competitiva, Recuperar y hacer crecer la planta hotelera, Elevar el nivel de eficiencia económica del Sistema de Turismo, Desarrollar hasta los niveles más avanzados la informática y los sistemas de comunicación, Incorporar más capital extranjero al desarrollo del turismo y Ampliar la proyección del horizonte temporal del desarrollo del turismo, así como adecuar las estructuras organizativas a los ritmos de desarrollo.

Algo importante para lograr que la actividad turística en Cuba crezca con un mayor ritmo en los años venideros, es administrar eficientemente este negocio, por lo tanto los gerentes deben saber combinar los factores humanos, materiales y financieros, ya que de una correcta administración de estos últimos depende en gran medida que los objetivos de la actividad turística se cumplan. "La administración financiera es la combinación del arte y la ciencia mediante el cual las empresas toman importantes decisiones que determinan en qué se debe invertir, cómo se va a financiar la inversión y de qué manera se han de combinar ambos con el fin de lograr al máximo determinado objetivo " según Boltzen (1995).

Es por ello que es necesario analizar la estructura financiera en el sector turístico, en Hoteles de capital mixto.

La investigación se refiere a las aplicaciones que pueden tener en estas instalaciones los diferentes métodos y teorías existentes a nivel internacional referidas a la estructura financiera, entre los que se destaca, los aportes hechos por Modigliani y Miller y los tradicionales, así como otras teorías más recientes.

Se fueron fundamentando los estudios internacionales y luego se llevaron al contexto de la economía cubana, donde a partir de mediados del año 1995, se da apertura al capital extranjero con la aprobación y puesta en vigor de la Ley Número 77 "Ley de la Inversión Extranjera", la cual se aplica en el sector del turismo, esto ha traído consigo que la dualidad del Estado cubano de Fisco y de dueño se acentúe más en esta actividad, donde opera el capital mixto.

Desde el punto de vista económico, se hace necesario investigar en la búsqueda de una solución a los problemas que plantea la selección adecuada de las fuentes de financiamiento del sector turístico, específicamente en esta instalación que opera con capital mixto, lo cual conlleva a particularidades que lo van a diferenciar del sector estatal cubano, una de ellas es la definición del esquema del Estado de Resultados y la distribución y aporte de las utilidades, por lo tanto la proporción entre capital propio y ajeno en esta rama de la economía se hace difícil encontrarla por los métodos ya conocidos a nivel internacional y en Cuba. Constituyendo la novedad científica de la investigación obtener como resultado el procedimiento que facilite el análisis de la estructura de financiera para el Hotel X.

La estructura de financiamiento de esta entidad de capital mixto está compuesto por los recursos propios y recursos ajenos, dentro de los primeros se encuentran ocupando el primer lugar por su participación: el capital con un 16.05% y en menor cuantía las pérdidas y ganancias del ejercicio; en el caso de los segundos (recursos ajenos) el mayor por ciento está representado por los pasivos circulantes con un 83.94%, dentro de estos los acreedores a corto plazo y los proveedores, es poco relevante el papel del crédito bancario a corto plazo, y es prácticamente nulo el crédito bancario a mediano y largo plazo.

Lo anterior denota que en Cuba no se explota todo lo que se debe el financiamiento crediticio en el sector turístico, y la participación del dueño es muy alta, por lo que comportamiento es exactamente contrario a la práctica internacional, donde se busca eficiencia financiera aumentando los recursos ajenos, en este caso potenciando el endeudamiento.

El **Objetivo** de la investigación es: Diseñar un procedimiento que permita al Hotel X asumir una Estructura Financiera conjugando los intereses de la instalación hotelera y la empresa Mixta que contribuya al incremento de la rentabilidad económica y financiera.

Si se diseña un procedimiento que conjugue los intereses del hotel y la empresa mixta en cuanto a la estructura del financiamiento entonces se contribuye al incremento de la rentabilidad económica y financiera en el Hotel X.

Para darle cumplimiento a lo anterior se divide en los objetivos específicos siguientes:

1. Analizar las teorías y métodos sobre estructura financiera a nivel internacional contextualizándolas a las condiciones de los hoteles cubanos de capital mixto.
2. Fundamentar el procedimiento que permita aumentar la rentabilidad a partir de la determinación de una Estructura Financiera que contribuya a este fin.
3. Exponer los resultados de la aplicación del procedimiento en el Hotel X para contribuir al aumento la rentabilidad de éste.

La investigación abordará las teorías y enfoques dados por diferentes investigadores acerca de la estructura financiera empresarial, entre ellos los aportes de M&M, además de otras teorías donde se analizan los métodos para la determinación de la estructura financiera a nivel internacional, además de los factores relacionados con la estructura financiera, tales como el riesgo y rendimiento y el costo de las fuentes de financiamiento, así como, el Conflicto de Intereses.

Se hace el diagnóstico sobre la situación actual de la estructura financiera, así como de las técnicas y métodos. Además se hace una propuesta del procedimiento a utilizar en la investigación para determinar la estructura financiera en hoteles de capital mixto, la aplicación del procedimiento en el Hotel X, además de los criterios para la implementación del procedimiento.

Se utilizaron diferentes métodos de investigación, en el nivel teórico se utilizó el método lógico – histórico en el capítulo uno para la identificación de los factores relacionados con la estructura financiera óptima de las empresas a nivel internacional, lo que llevó a profundizar en todo el proceso lógico e histórico del tema, desde su surgimiento hasta la fecha. Se utilizó la técnica de triangulación de información para determinar los factores de la estructura financiera del hotel, para este fin se trianguló con el método de análisis documental, para el análisis de la estructura financiera actual y la propuesta según información registrada en el Balance General de Hotel y el Estado de Resultados; la encuesta y la entrevista como técnicas para recoger los factores fundamentales de la estructura financiera según la opinión de los especialistas y por últimos los documentos: libros de textos, leyes, y normativas que rigen el financiamiento para este tipo de entidad. Este

resultado conjuntamente con el método de análisis y síntesis se utilizó para la propuesta de análisis de procedimiento.

La investigación se realiza en este sector, primero, por ser de interés en el país, y segundo por existir una investigación precedente en la provincia Ciego de Ávila con un Proyecto Territorial de Ciencia y Técnica.

DESARROLLO.

LA ESTRUCTURA FINANCIERA ÓPTIMA EN LA GESTIÓN EMPRESARIAL

En el mundo de la ciencia y la investigación financiera muchos científicos e investigadores han obtenido importantes resultados acerca del estudio de una Estructura Óptima de Financiamiento (EFO). En 1958 con los primeros aportes de Modigliani y Miller y hasta la actualidad se le ha dedicado gran importancia al estudio de la EFO, pero no obstante sigue siendo un problema a resolver pues no se ha encontrado una respuesta exacta.

Unos enfoques se han dedicado al estudio del tema desde el punto de vista teórico en la utilización de la matemática, otros han concentrado al análisis desde este punto de vista pero ven una posible aproximación práctica en las relaciones de la gestión de los administrativos que tomen las decisiones en las empresas o en los mercados. De ahí que cualquier análisis del tema sea muy complejo en cualquier sistema económico, por lo tanto el objetivo de este capítulo es: Analizar las teorías y métodos sobre estructura financiera a nivel internacional contextualizándolas a las condiciones de los hoteles cubanos de capital mixto.

Los enfoques clásicos sobre estructura financiera

Es necesario definir ¿Qué se entiende por estructura financiera? Para dar respuesta a la interrogante se debe partir que indistintamente en la literatura financiera se le llama estructura financiera o de capital y refieren diferentes autores que se puede dividir para un mejor análisis la fuente de financiamiento en dos partes, recursos ajenos y propios “cuando se emiten tantos títulos de deuda como de capital propio, se compromete a separar los flujos de tesorería en dos vertientes, una relativamente segura que va a los titulares de la deuda y otra más arriesgada que va a los accionistas. La combinación de los diferentes títulos de la empresa se conoce como estructura de Capital”³

³ Brealey y Myers. S., “Fundamentos de Financiación Empresarial”, Cuarta Edición, Graw, Hill, Interamericana de España, SA. España, 1993, Pág. 779.

El autor coincide con González Duran cuando afirma que “La estructura financiera es la forma en que se financian los activos de una empresa.”⁴ Por lo tanto en este trabajo se utiliza el término estructura financiera.

Bolten (1996) plantea que: “la estructura financiera es la parte derecha del balance”. La empresa puede operar con un capital aportado por sus dueños (capital propio), o por aportes realizados por terceros, en calidad de préstamo (capital ajeno), por lo que entonces deberá enfrentarse a la opción de cuándo usar uno y cuándo otro.

- El capital propio es el que fue deliberadamente acotado para la constitución de una empresa, y que, en principio, no tiene por qué ser reembolsado.
- El capital ajeno lo integran fondos prestados por elementos exteriores a la empresa, deudas de estas últimas y frente a los proveedores.

Existen tres diferencias fundamentales entre deuda y aportaciones de capital⁵: Vencimiento, derechos sobre ingresos y activos, voz en la administración.

Es decir, que generalmente cuando la empresa opta por una utilización de capital ajeno sobre el propio, lo hace porque el contexto externo le permite obtener una renta mayor si coloca su capital propio en el mercado de capitales y trabaja para su operatoria con capital de terceros (la tasa de ese préstamo debería ser inferior al que obtiene la empresa de invertir su propio capital).

Son muchos los estudios realizados acerca del tema, varias son las opiniones sobre la estructura óptima de capital sin llegar a una unión de criterios, un gran número defienden la idea de que se puede llegar a una estructura óptima de financiamiento, otros tienen la seguridad de que esto no es posible, solo concuerdan en que se debe obtener una buena combinación de los recursos obtenidos en las deudas, acciones comunes y preferentes e instrumentos de capital contable, con el cuál la empresa pueda financiar sus inversiones.

Esta meta puede variar con el paso del tiempo a medida que varían las condiciones; al respecto (L. Dubiski, 2003) comenta: “la estructura óptima de financiamiento es aquella en la que el costo marginal real de todas las formas de financiamiento

⁴González Durán, Disney y Torres Ortega, Kenia; Tesis de Licenciatura en Contabilidad y Finanzas. Universidad de Ciego de Ávila Facultad de Ciencias Económicas, Junio, 2005.

⁵Gomez, G. E - “La Estructura del Capital: Inicio de la Composición Financiera de la Empresa”, [en línea] <<http://www.gestiopolis.com>>, [Consultado el 5 de diciembre 2006].

posibles es el mismo, o sea que resulta indiferente utilizar capital propio o capital de terceros”⁶.

La Estructura Financiera Óptima (EFO) no es más que la combinación de pasivos tanto a corto como a largo plazo y capital social utilizado por las empresas, la que intenta además minimizar el costo de oportunidad del capital y maximizar el patrimonio de los accionistas. Se puede resumir que la EFO logra una mezcla eficiente de las diferentes fuentes de financiamiento ya sean ajenas o propias.

Existen algunos factores fundamentales que influyen sobre las decisiones de Estructura Financiera según (Weston, 1995).

- Posición fiscal de la empresa.
- Flexibilidad fiscal.
- Que tan conservadora o agresiva sea la posición de la administración.
- Riesgo del negocio.

Estos aspectos determinan en gran medida la Estructura Financiera Óptima, pero existen las condiciones operativas las cuales pueden ocasionar que la estructura real cambie de acuerdo a la óptima en un momento dado.

Se encuentran muchas discusiones acerca de la existencia o no de una estructura óptima de capital. Esta diferencia de criterios entre los que creen que hay una estructura óptima de financiamiento para cada empresa llamados “tradicionales”, y los que creen que dicha estructura óptima no existe, llamados seguidores de la teoría Modigliani y Miller (M&M). A continuación se explican las teorías consideradas clásicas en la literatura financiera.

- **Tesis de Modigliani y Miller**

Franco Modigliani y su discípulo Merton Millar irrumpen en el escenario de la teoría financiera con un trabajo en el que sostienen que “un mundo sin fricción, esto es, sin impuestos, sin costos transaccionales y sin otras limitaciones, el modificar la

⁶ [En línea] <<http://personales.ciudad.com.ar/danotxoa/ApunUni/politicafinempres.htm>>, [Consultado el 5 de diciembre del 2009].

proporción entre acciones y bonos, no modifica el costo del capital. Si no se modifica el costo de capital, pues entonces, el valor de las empresas tampoco se modifica.”⁷

En 1958 enunciaron su teoría sobre la estructura de capital, los cuales suponen que el costo del capital medio ponderado y el valor de la empresa son totalmente independientes de la composición de la estructura financiera de la empresa; “definida por la proporción que representan las deudas con relación al valor total del pasivo.”⁸

De esta forma niegan la existencia de una EFO, enfrentándose así a la postura aceptada hasta entonces, por tanto se contraponen a los tradicionales.

Las hipótesis de las que parten fueron el centro de las críticas a su tesis, puesto que algunas de ellas fueron consideradas tan restrictivas como irreales. Estos supuestos son:

1. El mercado de capitales es perfecto.
2. Los inversores siguen una conducta racional.
3. El beneficio bruto de la empresa se mantiene constante a lo largo del tiempo.
4. Todas las empresas se pueden agrupar en grupos homogéneos de "rendimiento equivalente"; es decir, rendimiento de similar riesgo económico.

Proposiciones fundamentales: ⁹

Proposición 1: Tanto el valor total de mercado de una empresa como su costo de capital son independientes de su estructura financiera, por tanto, la política de endeudamiento de la empresa no tiene ningún efecto sobre los accionistas.

Según esta proposición se establece que el valor total de mercado de una empresa viene dado por la actualización de las rentas de explotación esperadas a una tasa k_0 apropiada a su clase de riesgo económico:

$$V = \frac{BAIT}{K_0} \quad (1.1.1)$$

⁷ LA CORTE PEDRO, R., (2007), “Distinción entre Estructura Financiera y Estructura de Capital”, Disponible en Internet, <<http://lasfinanzas.blogspot.com/2007/09/distincion-entre-estructura-financieray.html>>, [Consultado el 10 de octubre del 2010].

⁸ FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, L., (2001), "La estructura financiera óptima de la empresa: aproximación teórica", [en línea] 5campus.com, Financiación, Disponible en Internet, <<http://www.5campus.com/leccion/poldiv>>, [consultado el 29 de octubre del 2011].

⁹ FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, L. (2001): "La estructura financiera óptima de la empresa: aproximación teórica", [en línea] 5campus.com, Financiación <<http://www.5campus.com/leccion/poldiv>>, [consultado el 5 de diciembre del 2011].

Concretando, esta idea defendida por esta proposición se basa en el concepto de la conservación del valor, por el que en un mercado de capitales perfecto el valor de una empresa solo depende del tamaño de los flujos de caja que se espera genere que en el futuro y del costo del capital.

Proposición 2: “La rentabilidad esperada de las acciones ordinarias de una empresa endeudada crece proporcionalmente al ratio de endeudamiento, expresada en valores de mercados.”¹⁰ Este crecimiento se da siempre que la deuda sea libre de riesgo. Pero, si el apalancamiento aumenta el riesgo de la deuda, los propietarios de ésta demandarán una mayor rentabilidad sobre la deuda. Lo anterior hace que la tasa de crecimiento de la rentabilidad esperada de las acciones disminuya.

Esta función es igual a la tasa de actualización de una corriente de ganancias obtenida por una empresa sin deudas, más un premio por el riesgo financiero en el que incurre, que es igual a D/C veces la diferencia entre k_o y k_d :

$$K_C = K_o + (K_o - K_d) \frac{D}{C} \quad (1.1.2)$$

Así pues, en un contexto de equilibrio en el mercado financiero y distribución total del beneficio, los conceptos de rentabilidad financiera y costo del capital propio o de las acciones coinciden:

$$R_F = k_c = \frac{BAIT}{C} = \frac{BAIT - k_d D}{C}$$

$$\text{Si: } k_o = \frac{BAIT}{V} \Rightarrow BAIT = k_o V = k_o (C + D)$$

$$\text{Entonces } R_F = k_c = \frac{k_o (C + D) - k_d D}{C} = k_o + \frac{D}{C} (k_o - k_d) \quad (1.1.3)$$

La experiencia y la teoría económica demuestran que el rendimiento demandado por los prestamistas de fondos (k_d) tiende a incrementarse con el ratio de endeudamiento: $k_d = f(D/C)$. Esta función no es lineal porque, dado que el beneficio anual de explotación antes de intereses e impuestos (BAIT) se mantiene estable, el incremento del costo de la deuda al aumentar el nivel de endeudamiento, tenderá a compensarse con la correlativa disminución del rendimiento de las acciones, k_c , cuya

¹⁰ BREALEY R. A., MYERS S. C., “Fundamentos de Financiación Empresarial”, Cuarta edición, McGraw Hill, España, 1993.

relación con el ratio de endeudamiento tampoco es ahora lineal, si bien el costo del pasivo total, k_o permanece constante.

Proposición 3: La tasa de retorno requerida en la evaluación de inversiones es independiente de la forma en que cada empresa esté financiada.

Toda empresa que trate de maximizar la riqueza de sus accionistas habrá de realizar únicamente aquellas inversiones cuya tasa de retorno sea al menos igual al costo de capital medio ponderado, k_o , cualquiera que sea el tipo de recurso utilizado en su financiación.

Por tanto, la tasa de corte para evaluación de inversiones, viene definida por el tipo de actualización, k_o , que el mercado financiero aplica a las corrientes de renta de empresas no endeudadas pertenecientes a la misma clase de riesgo que la empresa en cuestión.

Estos supuestos de M&M incluyeron los siguientes aspectos: ¹¹

- 1) No hay costos de corretaje.
- 2) No hay impuestos personales.
- 3) Los inversionistas pueden solicitar fondos en préstamo a la misma tasa que las corporaciones.
- 4) Los inversionistas tienen la misma información que la administración acerca de las oportunidades futuras de inversión de la empresa.

Críticas al planteamiento inicial de la tesis de M&M:

La tesis de M&M no ha estado exenta de críticas, las cuales no se refieren tanto a la coherencia analítica de sus conclusiones, sino más bien a los supuestos ideales acerca del funcionamiento del mercado financiero de los que parte. El autor de esta tesis coincide con las críticas que más se destacan sobre esta teoría:

- a) La percepción del riesgo, en caso de endeudamiento personal y de endeudamiento de la empresa, puede ser diferente.
- b) En cuanto al proceso de arbitraje, el mecanismo se verá alterado por la existencia de costos de transacción.
- c) Es difícilmente admisible que para niveles elevados de riesgo el inversor esté dispuesto a disminuir su rentabilidad.

¹¹ "Fundamentos de Administración Financiera", Volumen III, Décima Edición, página 826.

- **Tesis tradicional de la estructura financiera**

Antes de que M&M publicasen su “revolucionaria” tesis acerca de la irrelevancia de la estructura de capital, la postura más aceptada proponía la existencia de una determinada combinación entre recursos propios y ajenos que define la EFO. Esta tesis tradicional, que puede considerarse como una postura intermedia entre las posiciones extremas de Rendimiento económico (RE) y Rendimiento neto (RE), parte de las siguientes premisas acerca de k_c , k_d y k_o :

El k_c es una función creciente del ratio de endeudamiento. En este sentido se acerca a la posición RE, pues un aumento del nivel de endeudamiento hace que se incremente el riesgo financiero de la empresa y con ello el costo del capital propio, aunque a niveles bajos de L el k_c crece a un ritmo menor que el de L , y esto ocurre hasta un determinado nivel de L , a partir del cual un incremento del nivel de endeudamiento puede suponer un incremento más que proporcional de k_c .

$$k_c = k_o + (k_o - k_d) L \quad (1.1.4)$$

- El k_d permanece constante para cualquier nivel de L (posiciones RN y RE), si bien a partir de ciertos niveles de endeudamiento podría aumentar.
- El k_o es decreciente pero no continuamente (como en la posición RN); a partir de un determinado nivel de endeudamiento se vuelve creciente.

$$k_o = k_c \frac{C}{V} + k_d \frac{D}{V} \quad (1.1.5)$$

Por tanto, al igual que en la posición RE, las economías que se logran por intensificar el uso de la deuda (de menor costo que el capital propio) se ven parcial, pero no totalmente, compensadas por el incremento del k_c que produce el aumento del riesgo financiero, por lo que el uso de deuda es ventajoso, porque produce un descenso en k_o . Sin embargo, a partir de cierto nivel de endeudamiento el k_c aumenta a un ritmo tal que las economías derivadas del uso de deuda son superadas por las deseconomías causadas por el incremento del k_c , lo que da como resultado un incremento en k_o .

Es criterio del autor de este trabajo, que aunque la tesis tradicional carece de un soporte teórico como la MM, ha contado con el apoyo de directivos y gerentes financieros, que han hecho grandes esfuerzos en conseguir un procedimiento idóneo

para determinar la EFO, teniendo presente que depende de diversas circunstancias como son: el sector de actividad económica al que pertenece la empresa, el tamaño de la empresa, la política financiera de la empresa, el grado de imperfección del mercado financiero, la coyuntura económica general, etc.

- **Enfoques de Rendimiento Económico (RE) y Rendimiento Neto (RN)**

Estos enfoques RE y RN son importantes en la medida que sirven de soporte de partida a los modelos teóricos más desarrollados y difundidos, como son la proposición de Modigliani y Miller y la tesis tradicional, explicados anteriormente. Según la postura **RN** el valor de las acciones de la empresa (C) se obtiene actualizando al tanto k_c el resultado neto de la empresa, es decir, el beneficio menos los intereses de la deuda que, en ausencia de impuestos, es la parte que realmente corresponde al accionista. El valor total de la empresa se determina sumando el valor de las acciones así obtenido, y el valor de mercado del endeudamiento.

Por tanto:

$$C = \frac{BAT}{k_c} \quad (1.1.6)$$

Y a partir de este valor:

Valor total empresa (V) = Valor mercado acciones (C) + Valor mercado deudas (D)

Bajo esta postura k_d y k_c se mantienen constantes cualquiera que sea el ratio de endeudamiento, y $k_d < k_c$ (los recursos ajenos son más baratos que los propios); esto implica que k_o sea decreciente. Ahora bien es o no más ventajoso para la empresa aumentar la proporción de los “recursos más baratos” sobre el total de sus recursos, es decir, si esto incrementará su valor.

Se ha llegado a la conclusión que cuanto más se endeude la empresa mayor será su valor de mercado, o, equivalentemente, menor será su k_o . Según esto, la EFO será aquella formada en su totalidad por deudas, lo cual nos conduce a una situación irreal. Esta posición es, por tanto, más teórica o académica que práctica.

La posición **RE** parte de la determinación del valor total de la empresa (V), que se obtiene actualizando el resultado de explotación, antes de deducir los intereses de la deuda, esto es el BAT , a un tanto igual a la tasa de descuento que aplica el mercado a las corrientes de renta de la misma clase, esto es, renta de similar riesgo

económico (k_0). Por diferencia entre éste valor y el valor del endeudamiento se obtendrá el valor de las acciones.

$$\text{Valor acciones } (C) = \text{Valor total empresa } (V) - \text{Valor deudas } (D) \quad (1.1.7)$$

De esta forma, tanto el valor de la empresa como el k_0 dependen únicamente de la capacidad generadora de renta de sus activos y no de la composición del pasivo (de la forma en que se financie).

En resumen el autor considera que, frente a la postura anterior para la que la decisión de endeudamiento tiene la máxima relevancia, según el criterio RE no existe una EFO: toda composición del pasivo es igualmente válida y conduce a los mismos resultados.

Esta postura extrema concluye que las decisiones de financiación son totalmente irrelevantes y en ella se sitúan M&M al exponer su tesis inicial.

Teorías actuales sobre estructura financiera

A partir de las teorías clásicas y los enfoques sobre estructura financiera surge a partir de la década de los '70 del pasado siglo diferentes teorías que tratan de explicar la temática, buscando el óptimo en el financiamiento por lo tanto clasifican en las tradicionales y se le han dado en llamar teorías modernas a continuación se explican las mas comunes.

- **Teoría de Jerarquización**

La teoría *pecking order* (TPO) o jerarquía de preferencias fue formalmente propuesta por Myers y por Majluf en 1984, si bien la esencia de su fundamento había quedado ya recogida anteriormente en Donaldson (1961). “La teoría basa su argumento en los costos de información asimétrica, derivados de la información privada que manejan internamente los gestores de la empresa acerca de los rendimientos esperados de los proyectos de inversión que se van a emprender.”¹² Si estos proyectos pretenden llevarse a cabo con ampliación de capital, los potenciales inversores actuarán descontando el precio de las acciones, al pensar que están sobrevaloradas, pues de tratarse de proyectos que incrementan valor, lo natural habría sido reservar la

¹² AYBAR ARIAS, CRISTINA., CASINO MARTÍNEZ, ALEJANDRO., LÓPEZ GRACIA, JOSÉ., (2004), “Efectos financieros y estratégicos sobre la estructura de capital de la pequeña y mediana empresa”, Disponible en Internet, <http://descargas.cervantesvirtual.com/servlet/SirveObras/12839433148928273210435/202443_5.pdf>, [Consultado el 16 de octubre del 2011], Pág. 74.

ganancia para los accionistas existentes en vez de diluirla. “Los directivos, anticipándose a este temor, podrían renunciar a llevar a cabo los proyectos, produciéndose un serio problema de subinversión.”¹³

Para evitarlo, los directivos recurrirán a fuentes de financiación no afectadas por costos de información como son los recursos generados internamente. Si son insuficientes, se buscará la segunda fuente de financiación menos afectada por costos de información, como sería la deuda segura. Agotada esta vía, la tercera fuente de financiación será la deuda con riesgo, esto es, aquella más o menos correlacionada con los rendimientos futuros y que podría presentar ciertos problemas de selección adversa.

Entre ambas, tal vez, se puede señalar la financiación con deuda a corto plazo, que presentaría unos costos de información intermedios. Sólo en último lugar, una vez agotadas todas las posibilidades de endeudamiento, las empresas tratarán de financiarse con aumentos de capital, la fuente de financiación más condicionada por costos de información. Se produce, así, un orden jerárquico de preferencias que constituye el fundamento de esta teoría.

Bajo condiciones más complejas del modelo, las empresas están preocupadas por los costos de financiación futuros además de los actuales. “Ponderando los costos actuales y futuros es posible que las firmas con grandes expectativas de inversión mantengan la capacidad de deuda de bajo riesgo para evitar tener que financiar oportunidades de crecimiento con emisión de títulos con riesgo”.¹⁴ Por esta razón, es posible, que las compañías con mayores oportunidades de inversión tengan normalmente menos apalancamiento.

La teoría de financiamiento de la jerarquía de preferencias (*Pecking Order*) toma estas ideas para su desarrollo y establece que existe un orden de elección de las fuentes de financiamiento. Según los postulados de esta teoría, lo que determina la estructura financiera de las empresas es la intención de financiar nuevas inversiones, primero internamente con fondos propios, a continuación con deuda de bajo riesgo

¹³ BREALEY R. A., MYERS S. C., “Fundamentos de Financiación Empresarial”, Cuarta edición, McGraw Hill, España, 1993. Pág. 521.

¹⁴ DEL CARMEN DE ROJAS, M., “Contrastación de la Teoría del “Pecking Order”, El Caso de las Empresas Españolas”, Disponible en Internet, <http://www3.uva.es/empresa/uploads/dt_08_04.pdf>, [Consultado 13 de enero del 2010].

de exposición como la bancaria, posteriormente con deuda pública en el caso que ofrezca menor subvaluación que las acciones y en último lugar con nuevas acciones. Tal vez, la cuestión crucial en este enfoque teórico sea el efecto, sobre la estructura financiera, de la interacción entre la capacidad para generar fondos internos y las expectativas para llevar a cabo nuevos proyectos de inversión. Así, las empresas con escasos niveles de fondos internos pero con fuertes oportunidades de crecimiento tenderán a estar muy endeudadas y, al contrario, las empresas con elevados fondos internos pero con escasas expectativas de crecimiento presentarán un reducido endeudamiento. También, ha de tenerse en cuenta que cuando los costos de quiebra son muy altos las empresas podrían plantearse recortar la deuda, o bien, ampliar capital, para financiar nuevos proyectos, lo cual no se corresponde estrictamente con un comportamiento de selección jerárquica. A ciertos niveles serios de endeudamiento, la hipótesis TPO podría no describir con absoluta fidelidad el comportamiento financiero de las empresas (Shyam-Sunder y Myers, 1999), con lo cual coincide el autor.

Fama y French (2001) encuentran que (como predice el modelo de jerarquización financiera) “las empresas que distribuyen beneficios tienden a ser empresas con altas ganancias relativas a la inversión realizada.”¹⁵ Por otro lado, Fama y French (2001) también encuentran que “las empresas que no reparten dividendos, típicamente tienen inversiones significativas con respecto a las ganancias obtenidas.”

16

- **Teoría de Agencia**

Esta teoría del grupo de teorías del Neoinstitucionalismo Económico reviste especial importancia para la comprensión, a nivel de "fundamentos" de la realidad de las actividades económicas en el contexto de lo que se denomina actividad empresarial. Para comprender el sentido y alcance de la Teoría de la Agencia es necesario recordar que sus presupuestos remontan a más de 200 años: a la tradición teórica económica de la época en que A. Smith construyó su modelo de la "mano invisible". Entre esas presuposiciones sobre el individuo humano destaca la concepción que

¹⁵ Idem.

¹⁶ Idem.

luego se ha denominado de la “racionalidad económica” que afirma que el motor central del comportamiento racional es el deseo maximizar (es decir, una interpretación cuantitativa del deseo de optimizar) la utilidad personal.¹⁷

El foco de interés de esta teoría recae así sobre la institución del "contrato" que regula las relaciones y funciones desempeñadas por un mandatario ("principal") y un ejecutor ("agente").

Lo que aquí se considera como característico es que el "principal", con la intención de facilitar la consecución de sus intereses, transmite o delega sus competencias de decisión en un socio contratado en un acuerdo específico al que concede una remuneración a cambio de sus servicios.

“Este es el problema que constituye el objeto central de la "Teoría de Agencia": estudiar la configuración contractual entre "principal" y "agente", en que el mandatario delega en su ejecutor competencias de decisión y ejecución, determinándose dicha relación por condiciones de reparto asimétrico de información y de incertidumbre así como por distinto reparto de riesgos”.¹⁸ Además analizará los problemas planteados típicamente en las relaciones de ese contrato y discutirá qué mecanismos (de incentivos, de control, o de sistemas de información) pueden ayudar a manejar más eficientemente estos problemas.

La teoría se apoya en varias ideas básicas (Rivera, 1999):

- Un concepto de organización construido desde la teoría de los contratos;
- Un modelo de "comportamientos" que se centra en la maximación de la utilidad, diferencias en los intereses de las dos partes, y actitud ante el riesgo en esas partes, así como en una preconcepción sobre la "racionalidad económica".
- Una concepción sobre la influencia que conlleva la asimetría en el reparto de información en las partes contratantes.
- Presuponer que la configuración óptima de los contratos de agencia incluye el cálculo sobre los costos de esa agencia.

¹⁷ RODRÍGUEZ DE RIVERA, J. (1999), "Teoría de la Agencia", Disponible en Internet, <http://sunwc.cepade.es/~jrivera/org_temas/org_teor/teoria_agencia.htm>, [consultado el 19 de octubre del 2011].

¹⁸ Ross, S.A. (1973): The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem; en: American Economic Review, Papers and Proceedings. 63: pp. 134-139.

Esta teoría considera las organizaciones y sus relaciones al entorno como "redes de contratos" ("nexus of contracts") establecidos entre las partes para regular sus intercambios (transacciones) económicas. Es decir: todo tipo de ordenamiento de actividades económicas que se manifieste como "organizado" (diferente a la forma en que se manifiestan otras interacciones en que no se percibe tipo alguno de regulación) es comprendido con este prisma de análisis del "concepto de lo contractual" como una "red" de contratos entre distintas partes (Rodríguez, 1999).

- **Conflictos de Intereses**

Durante la década de los setenta Jensen y Meckling (1976) comienzan a dibujar la Teoría de Agencia. La relación de agencia es aquella en la que se ven envueltos los propietarios del capital (principal) y los directivos (agentes). El problema en esta situación es el conflicto de intereses entre los participantes, el principal delega responsabilidades en el agente, y tiene que establecer un contrato con el agente de modo que éste último lleve a cabo su labor con el fin último de llegar al objetivo del principal. Pero de todo ello se derivan unos costos debido al contexto de información asimétrica, unos costos de supervisión por parte del principal al agente, unos costos de influencia y unos costos de pérdida de eficiencia. Estos costos se derivan de que el trabajo realizado por el agente no siempre es observable por el principal, y si lo es puede llegar a ser muy costoso, de las relaciones entre los distintos colectivos dentro de la empresa y de las desviaciones de las actuaciones de los agentes en relación con el esfuerzo óptimo. Todo ello ha generado una amplia literatura con diversidad de opiniones.

El autor es del criterio que tanto en la teoría anterior, como en la aplicación de ésta, los conflictos de interés están presentes en la actividad financiera de manera muy extendida, en gran parte debido a que la complejidad de los procesos y funciones realizadas por las instituciones financieras dificulta que éstas puedan ser eficientemente monitoreadas por sus propios clientes. Asimismo, la multiplicidad de roles que llevan a cabo estas entidades, posibilita que una función o actividad presente dificultades de compatibilidad con otra, o bien, que una actividad se convierta en una herramienta de extracción de valor a su cliente o contraparte.

El conflicto agente-principal y los conflictos de interés

En el contexto de los mercados financieros, se puede identificar la existencia de un conflicto de interés cuando se presenta una situación en la cual un agente —que en el contexto de nuestro análisis es una entidad financiera— que está en una posición de confianza o fiduciaria para con su cliente o contraparte, presenta un interés individual opuesto al de aquel. Cuando aquel agente opta por favorecer dicho interés individual, entonces se dice que el conflicto de interés es “resuelto en forma inadecuada”.¹⁹

Los conflictos de interés tradicionalmente han predominado, moldeando y condicionando la actividad financiera en una forma muy extendida, fundamentalmente por dos razones. En primer lugar, en una transacción financiera es difícil ser capaz de observar, en forma económicamente eficiente, el accionar de un proveedor de servicios o de una contraparte.

Si el accionar de esta contraparte fuera perfectamente transparente y desde luego comprensible, entonces para el proveedor sería muy difícil hacer uso de una ventaja de información con el fin de explotarla en el interés propio. Es en este sentido que la búsqueda de transparencia es un tema central en el desarrollo de la regulación y en la aplicación de la supervisión.

Una segunda razón de la relevancia del conflicto de interés en la industria financiera es la multiplicidad de roles que llevan a cabo las entidades financieras. Esta multiplicidad de roles produce que a veces una función o actividad presente dificultades naturales de compatibilidad con otra (v.g. colocación de valores y administración de fondos); o bien, que el hecho de llevar a cabo actividades paralelas, aún sin existir problemas de compatibilidad entre aquellas, represente para el agente una herramienta de extracción de valor a su cliente o contraparte (vg. operaciones con cartera propia e intermediación de valores).

Como si la multiplicidad de roles por sí, no fuera suficiente para poner en dificultades a los reguladores financieros, la industria se ha estado moviendo hacia la reducción o eliminación de barreras entre actividades financieras y los conglomerados financieros

¹⁹ LAZEN, V. Y EGUILUZ, C., (2006), "Conflicto de Interés en Servicios Financieros: Taxomanía y Mecanismos de Control Regulatorio", Disponible en Internet, [Consultado el 19 de octubre del 2011]. Pág. 6.

están ocupando un rol mucho más importante en la competencia mundial. En consecuencia, no es posible establecer una regulación adecuada de conglomerados financieros sin discutir y contar con una “estrategia de regulación” para el tema de conflictos de interés dentro del mismo conglomerado.

De manera que no entrarían en esta clasificación aquellas acciones originadas en una sola función, sino que el conflicto de dos o más funciones o roles. Ejemplo de ello resulta ser la actividad de clasificación de riesgo o la de auditoría externa, en donde ambas actividades dan origen a un conflicto en donde los correspondientes servicios son contratados por quien es evaluado. Aunque efectivamente este agente está enfrentado a intereses contrapuestos: el interés de su cliente clasificado y el interés del público inversionista, ello no se origina en una duplicidad de roles, sino que en la estructura de la transacción (el clasificado selecciona y paga al clasificador).

Como en este caso no existe tal conflicto de roles, este conflicto de interés cae fuera del ámbito de este análisis. “Es importante además precisar que no se puede considerar como “conflicto de interés” la tensión natural que se produce entre un cliente y el oferente de un servicio, en el sentido de que el primero puede ofrecer un servicio subóptimo, usualmente en forma inadvertida por el cliente, con el fin de maximizar su ganancia”.²⁰ Ejemplo de esto puede ser el aumento de la volatilidad de un fondo administrado, con el fin de aumentar el monto esperado de comisiones de desempeño o la asignación de transacciones favorables a fondos administrados que reportan un mayor cargo por comisiones.

Por cierto, un agente puede tener los medios o la oportunidad para actuar de manera errónea (conflicto de interés), pero optar conscientemente por actuar de forma correcta (resolver el conflicto a favor del cliente o contraparte). Sin embargo el regulador no puede optar por dejar la resolución del conflicto de interés en manos de la conciencia (subjetiva) de los agentes. Es por ello, y por la omnipresencia del conflicto de interés, que la regulación se hace cargo de castigar su resolución inadecuada, así como también de definirlo y proveer un estándar sobre el cual se entiende que éste se resuelve de manera adecuada.

²⁰ Idem

El conflicto agente-principal juega un importante rol en la manifestación de los conflictos de interés, especialmente en la industria financiera. Efectivamente, aunque la existencia de una estructura agente-principal suele ser una condición necesaria para que una entidad resuelva inadecuadamente un conflicto de interés, esto no siempre es así para muchos otros tipos de contratos financieros.

Por ejemplo, la estructura agente-principal subyace bajo los conflictos de interés que enfrentan los administradores de fondos. El cliente, al delegar la administración del patrimonio a una administradora de fondos, bajo un acuerdo en que, al no poder ser (eficientemente) observables las acciones del agente (la administradora), el principal (el cliente) debe muchas veces ejercer su capacidad de confiar en el agente, es decir el agente cumple un rol fiduciario, sobre una actividad que además compite, en términos de interés, con otras actividades que éste lleva a cabo.

En un contexto donde las instituciones financieras realizan una multiplicidad de roles, la asimetría de información y los costos de transacción impiden a los clientes o contrapartes monitorear de manera eficiente las actividades que realiza su proveedor o contraparte, posibilitando la aparición de conflictos de interés. De esta manera, y en la medida que estos conflictos no sean resueltos de manera adecuada, se generan transferencias de riqueza entre los participes y la entidad financiera, o bien, entre los clientes de una misma entidad.

Por lo anterior, el autor considera que resulta relevante reconocer aquellas situaciones en las cuales la yuxtaposición de funciones genera la aparición de conflictos de interés al interior de las instituciones financieras y en las decisiones empresariales lo cual es importante para esta investigación.

- **Método UAI-GPA**

“El método UAI-GPA para evaluar diferentes estructuras de financiamiento tiene como énfasis principal que no se hace en el cálculo de los efectos de las diferentes estructuras financieras sobre el costo promedio del capital, sino más bien sobre los efectos de diferentes estructuras financieras en los rendimientos a favor de los dueños”²¹. “El objetivo de la empresa es maximizar la riqueza de los dueños y este objetivo se alcanza aumentando el valor de las acciones. Como una de las variables

²¹ Gitman L., “Fundamentos de Administración Financiera”. Tomo II. Pág. 411

fundamentales que afecta el valor de mercado de las acciones de la empresa son sus utilidades, las Ganancias por Acción (GPA) se pueden utilizar para medir el efecto de diferentes estructuras financieras sobre la inversión de los accionistas”.²² “Este se basa en la separación de la estructura financiera que maximice las utilidades por acción a lo largo del intervalo esperado de utilidades antes de intereses e impuestos. El énfasis principal no se hace en el cálculo de los efectos de las diferentes estructuras financieras sino en los rendimientos a favor de los dueños”.²³ Al analizar los efectos de la estructura financiera de una empresa sobre los rendimientos de ésta para los dueños, es necesario referirse solamente a los efectos de las Utilidades antes de Intereses e Impuestos (UAI) sobre las ganancias de las empresas por acción (GPA). Se supone que las utilidades antes de interés e impuestos son constantes ya que un análisis del tema se refiere solamente a los efectos de los costos financieros, tales como intereses y dividendos para acciones preferentes, sobre la inversión de los dueños. Esta suposición implica un riesgo comercial constante (es decir que la línea de negocios de la empresa y estructura de costos de operación permanece sin cambio).

Como ya se indicó, las ganancias por acción se utilizan como medida de los efectos de las operaciones en la riqueza de los dueños, ya que se espera una relación íntima entre las GPA y los precios de las acciones de la empresa.

Se coincide con Reyes Espinosa (2001) y Alarcón A, (2008) cuando plantean que “este método es muy extendido en la práctica pero presenta dos problemas a los que no ofrece solución”.

1- No resuelve la determinación de la estructura financiera óptima en empresas que no son accionarias.

2- Su punto de partida son las utilidades contables, que no exactamente se corresponden con la disponibilidad de efectivo de la empresa.

- **Enfoque UAI-RF**

La esencia del método UAI–RF (Utilidad Antes Interés e Impuestos –Rentabilidad Financiera), es la misma que el anterior, manteniendo constante las Utilidades antes

²² Idem

²³ Idem

de Intereses e Impuestos y comparando diferentes alternativas cuál de ellas maximiza la rentabilidad financiera para la empresa, manteniendo los mismos supuestos. Por lo que este elimina el primer problema al poderse aplicar en empresas de cualquier tipo de propiedad,²⁴ pero el segundo queda aún sin resolver. Para el análisis UAII-RF se utilizará primeramente el cálculo de la rentabilidad financiera dividiendo las utilidades netas por la inversión en patrimonio, es decir se determina la utilidad ganada por peso invertido, y posteriormente se utiliza el método gráfico para comparar las diferentes alternativas de estructura de capital.

- **Método Rentabilidades con Base en el flujo de Caja**

En Cuba se ha investigado sobre el tema, (Reyes, 2001) propone el método de Rentabilidades con Base en el Flujo de Caja $R_{EFO} - R_{FFL}$, cuya esencia es, dada una rentabilidad económica en base al Flujo de Caja en Operaciones R_{EFO} constante, cuál sería el grado de endeudamiento que maximiza la rentabilidad financiera en base al Flujo de Caja Libre Disponible R_{FFL} .

“Este método plantea que el indicador rentabilidad económica recoge el efecto de todos los factores que impactan el riesgo de operaciones de la empresa con base en el Flujo de Caja en Operaciones (FO), siendo el punto de partida las Utilidades antes de Intereses e Impuestos, las cuales se consideran constantes, y considerando además el impuestos sobre utilidades que presupone una tasa definida por el fisco y sobre la cual la empresa no puede incidir, de lo que resulta las Utilidades antes de Intereses e Impuestos ajustadas después de Impuestos (UAII_{ADI}), se considera además que la depreciación no es una salida de efectivo para la empresa y las variaciones en el capital de trabajo y de inversiones en activos fijos.”²⁵

A criterio de Alarcón A. (2008) con el cual coincide el autor de esta tesis, el método elimina las desventajas de las dos anteriores, por lo que se puede aplicar en cualquier tipo de empresa “no entra en contradicción con la forma de propiedad que esta adopte”.²⁶

²⁴ ALARCÓN ARMENTEROS, ADELFA., “Tesis de Maestría en Finanzas” .Universidad de la Habana Departamento de Finanzas, Septiembre, 2001. Pág. 13.

²⁵ ALARCÓN ARMENTEROS A., “Tesis presentada en opción al grado de Doctora en Ciencias Económicas”, Camaguey 2008, p.36.

²⁶ Reyes Espinosa M, Tesis presentada en opción al grado de Doctora en Ciencias Económicas, La Habana, 2001, p. 63.

Alarcón A. en 2008, diseñó un procedimiento denominado: “Procedimiento desde la visión del Estado cubano”.

La propuesta se nutre de los fundamentos teóricos analizados a nivel internacional y en Cuba. Se parte de una posición tradicional, es decir, que es posible encontrar una estructura financiera óptima, así como de los principios de la teoría de jerarquía en las fuentes de financiamiento: se utilizarán primero los préstamos a corto plazo, en segundo lugar la deuda a largo plazo y en tercer lugar los préstamos de los socios o el del capital social, es decir, de las fuentes menos costosas a las más costosas y por lo tanto, de las de menor riesgo a las de mayor riesgo, y teniendo en cuenta además los resultados de la técnica de triangulación.

El procedimiento se basa en el método de las rentabilidades con base en el flujo de caja REFO-RFFL, específicamente se trabaja con la tercera etapa tal y como la propone el método.

La teoría de agencia es empleada en el análisis de las relaciones y conflictos de intereses que se establecen para el Estado en las tres posiciones que adopta con respecto a este tipo de empresas. Por una parte, tales conflictos se reducen al mínimo porque la participación en el capital accionario está dividida a partes iguales entre los socios cubanos y extranjeros, tal como establece la Ley 77/95; por la otra, tales conflictos existen por la presencia del riesgo de impago cuando los dueños prestan fondos a la empresa.

Además, los bancos cubanos o los extranjeros representados en Cuba, a los cuales hay que pagarles intereses según el contrato del préstamo, pueden satisfacer estas necesidades de fondos. Aquí se da otra relación interesante, pues el Estado cubano es el dueño de las firmas que representan a esas empresas y de los bancos cubanos que conceden los préstamos, y por lo tanto se observa una contradicción de intereses según la posición que ocupe. Al endeudarse las empresas, aportan menos al representante del Estado para hacer efectivo su papel de fisco, por lo que existe una contradicción evidente.

Todas estas relaciones que se dan por la misma esencia de las empresas mixtas hoteleras, se proponen sean aprovechadas de forma coherente por la parte cubana en la toma de decisiones en cuanto a la adopción de una estructura financiera que

permita el aumento del flujo de caja del Presupuesto del Estado, por lo que se le denomina al procedimiento: análisis de la estructura financiera desde la visión del Estado cubano.

El procedimiento consta de tres etapas.

Etapas 1: Captación y análisis de la información.

Etapas 2: Cálculo del flujo de caja empresarial.

Etapas 3: Cálculo de los cambios de la estructura financiera en el Presupuesto del Estado.

El autor considera que el procedimiento propuesto analiza los beneficios que puede tener el Estado de las estructuras financieras de las empresas de las cuales es dueño. Por lo tanto puede ser perfectamente aplicado como se demostró por su autora en las empresas mixtas hoteleras cubanas, teniendo en cuenta la triple condición del Estado cubano: es dueño de las empresas, dueño del sistema bancario nacional y fisco, permitiendo con el procedimiento un análisis integral de los factores que determinan las entradas del flujo de caja del Estado provenientes de las empresas que es dueño, como resultado de las estructuras financieras que estas adopten, lo cual constituye sin duda el principal aporte de esa investigación.

Conclusiones del capítulo:

Las teorías clásicas y actuales, así como los métodos modernos sobre la determinación de la Estructura Financiera óptima analizan la temática desde una perspectiva empresarial, y el procedimiento de análisis multifactorial la enfoca desde la óptica del Estado, por lo que pueden ser aprovechadas las ventajas y aportes de estas investigaciones para aplicarlas en las instituciones hoteleras cubanas mixtas desde una perspectiva empresarial que beneficie al Estado cubano.

PROPUESTA DE PROCEDIMIENTO PARA DETERMINAR LA ESTRUCTURA FINANCIERA EN HOTELES DE CAPITAL MIXTO

En la década del 90, ante las enormes dificultades²⁷ que enfrentaba, el Gobierno cubano decidió pasar a las primeras prioridades de inversión y desarrollo aquellos sectores que con mayor celeridad podrían aportar soluciones. El turismo sobresalió en este propósito, desplegando una alta dinámica.

A partir de ese momento y con el objetivo de provocar la entrada de recursos líquidos al país se comenzó la apertura al capital extranjero, lo que ha traído beneficios considerables para el sector y para el desarrollo de otros sectores en el país, de ahí que los investigadores le han dedicado tiempo a encontrar soluciones a los problemas que se han presentado en estos años respecto al financiamiento dado muchas veces por la inexperiencia y la falta de gestión en este tema.

Por todo lo anterior el objetivo de este capítulo es: Fundamentar el procedimiento que permita aumentar la rentabilidad a partir de la determinación de una estructura financiera que contribuya a este fin.

Estructura financiera en el Hotel X

Para poder determinar la estructura financiera óptima en el Hotel X que es el objetivo de la investigación es necesario utilizar la técnica de triangulación en la recogida de información, en este caso se utilizará triangulación de fuentes (Ver Figura 1), primeramente se analizará la información del Balance General y el Estado de Resultados; en segundo lugar se aplicará una encuesta a los especialistas del Departamento de Economía y en tercer lugar se analizará los documentos, leyes y normativas del turismo para este tipo de hotel y libros de textos de Finanzas.

²⁷ Generadas por haber perdido sus principales socios económicos: la Unión Soviética y los países socialistas europeos.

aportaciones de los socios, contrario a la práctica internacional, donde se utiliza el dinero ajeno para financiar las inversiones siempre y cuando no se pierda credibilidad ante estos acreedores (Ver Anexo 2.2.2).

- **Factores relacionados con la Estructura Financiera actual según encuesta**

Con motivo de cumplir el objetivo de la investigación se le realiza a los trabajadores del Hotel X específicamente a los del Departamento de Economía, una encuesta semiestructurada cuyo objetivo fue la de determinar los factores relacionados con la estructura financiera que intervienen en el flujo de caja del hotel desde el punto de vista del financiamiento.

El Departamento de Economía de dicho Hotel cuenta con 20 trabajadores lo cual representa el 100% de los encuestados, a continuación se realiza un breve resumen de las encuestas para determinar los factores antes mencionados.

La primera interrogante. ¿Es posible determinar la estructura financiera en el Hotel?, a esta respondieron afirmativamente el 90% de los encuestados mientras que el resto respondió que no era posible determinar dicha estructura.

La segunda pregunta: ¿Qué elementos intervienen en la estructura financiera actual del Hotel? como era de esperar entre los 20 encuestados existen sus diferencias de criterios, aunque hubo una gran correspondencia en muchos de ellos.

La pregunta 3: en caso de necesidad de financiamiento para nuevas inversiones ¿Qué hace el Hotel? Se daban varias opciones entre las cuales están pedir préstamos bancarios, acudir a la empresa mixta, otros ¿Cuál?, del total de encuestados, el 100% respondió que lo que se debe hacer en este caso es acudir a la empresa mixta.

En la pregunta 4: ¿Es recomendable la utilización del préstamo bancario para los hoteles de capital mixto?, nuevamente el 100% de los encuestados que respondieron que no es recomendable. Porque si se pidieran préstamos bancarios para los Hoteles de capital mixto se incurría en gastos innecesarios e inoportunos, cuando se firman los contratos de administración se protege el capital de los socios y todo tipo de inversión es aprobada y financiada por ambos socios.

Además de que muchos coinciden con el planteamiento anterior, también dan otro criterio que es válido mencionar y es que el Hotel no tiene solvencia para pagar préstamos bancarios, teniendo en cuenta que toda la utilidad es transferida completamente a la empresa mixta. Un criterio importante es que la utilización de préstamos bancarios no es una decisión para tomar a prisa, coincidiendo el maestrante con este criterio, ya que se debe analizar el interés: los plazos y periodo a amortizar y facilidades de las instituciones crediticias así como su costo de oportunidad.

En la encuesta realizada de la 5 a la 8 son preguntas abiertas: por lo que los resultados se pueden resumir de la siguiente forma.

En la pregunta 5 la cual plantea: ¿Cómo afecta la estabilidad en las ventas del Hotel a la estructura financiera de éste?, existieron varios criterios los cuales tuvieron su relación; solamente se hace mención en este caso a uno de ellos (el que resume todos). Para dar respuesta a la interrogante se dividen en dos etapas, la temporada alta y la baja.

En la temporada alta las ventas se corresponden con la estructura financiera óptima prevista en el estudio de factibilidad. En la baja se trata de mantener las ventas en líneas con el punto de equilibrio lo que hace que el negocio no crezca pero que se mantenga con la utilidad de la temporada alta o tenga un descuento lo menor posible dando como resultado al finalizar el periodo una utilidad similar a la adquirida en la temporada alta.

Como consecuencia en la temporada baja se miden todos los indicadores de consumo y de compras al igual que se mantienen constante las razones financieras para no caer en falta de liquidez para enfrentar a los proveedores.

En la pregunta 6: ¿Cómo afecta las actividades de los prestamistas y de las agencias al flujo de caja del Hotel?, un 85% de los encuestados hace referencia a que en el Hotel no hay prestamista sin referirse a las Agencias, pero el resto, es decir un 15% se refiere a las agencias o turoperadores (TTOO). Este último dice que la afecta en dependencia de los contratos si está en base a los prepagos influye en cuanto a que tengo con suficiente tiempo el dinero en mi flujo de caja.

En la interrogante numero 7: ¿Cómo afecta la condición interna del Hotel a la Estructura financiera de este?, los encuestados se refirieron a que no se ve afectada la situación del hotel siempre y cuando se mantengan los parámetros establecidos en los puntos de equilibrio para cada partida de gastos (gastos fijos, gastos semifijos y los gastos variables).

En la pregunta 8 la cual abarca la interrogante: ¿Qué otros factores considera usted que afectan al flujo de caja del hotel desde el punto de vista de la Estructura financiera?, de los 12 encuestados solo un 10% hizo mención a que existían otros factores que afectaban al flujo de caja como son: La Estructura organizativa y el capital humano. Esto quiere decir que el resto de los que respondieron las encuestas contestaron que no existen otros factores que afecten el Flujo de caja del Hotel.

De la encuesta se puede resumir que los hoteles de capital mixto no ven la necesidad de financiarse a través de los préstamos bancarios a corto y largo plazo, sino a través del dinero que obtienen de las operaciones en la temporada alta fundamentalmente, no ven por lo tanto la posibilidad de determinar una estructura financiera óptima, entre otros aspectos, porque son propiedad de una empresa mixta que es la que registra el capital y puede acceder a pedir los préstamos.

- **Factores relacionados con la Estructura Financiera según documentos y libros de texto.**

Al analizar en el capítulo las diferentes teorías y métodos sobre estructura financiera a nivel internacional y en Cuba se puede valorar que en todas ellas inciden según sus autores diferentes factores de forma directa, estos se pueden sintetizar: el impuesto sobre utilidades, el rendimiento, el riesgo y el costo de financiamiento, relacionados todos con el grado de endeudamiento o aprovechamiento de las entidades. A continuación se definen estos conceptos:

Impuesto sobre utilidades: es una renta (incierto) que recibe el Fisco, pues es una tasa definida por este y la empresa no puede modificarla, no obstante, es una imperfección del mercado, y las entidades pueden disminuir su efecto, utilizando la deuda, para aprovechar el ahorro fiscal que produce esta.

Rendimiento financiero: es la rentabilidad que obtienen los accionistas por su aportación de capital.

Rendimiento económico: es el rendimiento promedio obtenido por todas las inversiones de la empresa.

Riesgo:²⁸ Se puede definir como la posibilidad de una pérdida o un resultado desfavorable que se asocia con una acción. La incertidumbre, es no saber lo que va a ocurrir en el futuro. A mayor incertidumbre, mayor riesgo.

Costo de financiamiento²⁹: es la rentabilidad esperada de una cartera formada por los títulos de la empresa.

Ahora bien, al contrastar lo que dice estos documentos científicos con las normativas que establece el Ministerio de Finanzas y Precios en Cuba, en el caso del impuesto sobre utilidades está previsto en la Ley 73 "Ley del Sistema Tributario", que para el caso de las empresas mixtas amparadas bajo la Ley 77" Ley de la inversión Extranjera", es del 30%, sobre la Utilidad Neta Imponible, por lo que en este caso el objeto de estudio no paga este impuesto directamente, sino su empresa mixta radicada en ciudad de La Habana, el costo del financiamiento es igual a la tasa de interés bancaria que se asume por convenio entre las partes, socio extranjero y cubano, y los encargados de negociar los préstamos son los representantes de las empresas mixtas, aunque el hotel solicite la necesidad de financiamiento, estos préstamos pueden ser con bancos cubanos o representaciones de bancos extranjeros en Cuba.

En el caso del Rendimiento y el riesgo, no se establece por ley o norma su cálculo, sino que en el caso del primero se calcula las razones de Rendimiento dentro de un conjunto de ratios que mensualmente se analizan en el hotel para diagnosticar la situación o posición financiera, pero no como antesala para determinar la estructura financiera óptima, en el caso del riesgo no se determina.

Existen normativas que si establecen instrumento de créditos a corto plazo (resolución 265 de cobros y pagos del 2008), a los cuales puede acceder el hotel por ejemplo la línea de crédito, además quedan disponibles el arrendamiento de locales

²⁸ Acuña G. Laura - "Riesgo y Rentabilidad: Una relación que usted debe comprender", [en línea], <http://209.85.165.104/search?q=cache:lsNcDAL_sB8J:www.sugeval.fi.cr/download/serinversio nista/Feria-Ponencias/LauraAcuna.pdf+relacion+riesgo-rendimiento&hl=es&ct=clnk&cd=1&gl=cu>, [consultado 7 de enero del 2010].

²⁹ Alarcón Armenteros, Adelfa. D., "La teoría sobre estructura financiera en empresas mixtas hoteleras cubanas", <<http://www.eumed.net/cursecon/ecolat/cu/2007/aaa-finhot.htm>>, [17 de enero del 2011].

y el factoraje de las cuentas por cobrar, los primeros si han sido utilizados pagar a proveedores, el arrendamiento no se explota fuente de financiamiento, sino el hotel está ofreciendo este como fuente de ingreso, y no ha utilizado el factoraje.

Por todo lo antes expuesto según la triangulación de fuentes, se evidencia la necesidad de un procedimiento para determinar la estructura financiera óptima del hotel.

Procedimiento para determinar la estructura financiera adecuada en hoteles de capital mixto

- **Fundamentación teórica del procedimiento**

El mismo se basa en los fundamentos teóricos a nivel internacional analizados en el capítulo uno y además en el método cubano Rentabilidades con base en el flujo de caja propuesto por M. Reyes en 2001 y en el procedimiento cubano planteado en la tesis de doctorado de la tutora de este trabajo, el primero elimina las desventajas de los demás métodos, e incorpora lo más difícil de lograr, el análisis del flujo de caja, y aunque plantea que puede ser aplicado en cualquier tipo de empresas, sean accionarias o no, su mayor efectividad está en el sector estatal de la economía nacional, este no puede ser aplicado en los hoteles de capital mixto, dado principalmente porque estos no pagan el impuesto sobre utilidades y no registran el capital, en los dos casos es la empresa mixta y además no pueden pedir préstamos directamente en caso de necesidad de financiamiento, estos son concedidos a la empresa mixta, entidad autorizada para tales efectos, el segundo tiene de novedoso que sitúa al Estado en el centro del análisis de la estructura financiera y no a la empresa, por lo tanto se diferencia el flujo de caja para el estado cubano procedente de las empresas mixtas de la estructura financiera que estas asumen.

En este caso no se puede determinar la estructura financiera por los métodos conocidos, se hace necesario un procedimiento financiero que se ajuste a las condiciones de los hoteles de capital mixto y que sirva como instrumento de planificación y toma de decisiones oportunas, eficientes y que permite aumentar la rentabilidad financiera y económica, tomando los elementos positivos de los dos anteriores.

El procedimiento consta de varios supuestos:

1. El rendimiento económico es constante, al considerar, niveles de Utilidades antes de Intereses e Impuestos (UAI) y Activos Totales (AT), conocidos, constantes y a perpetuidad, es decir la empresa se halla en una situación de no crecimiento (es estable económica y financieramente).
2. Riesgo Económico constante, al ser constante la rentabilidad económica.
3. Posee equilibrio financiero: condición solvencia y liquidez.
4. Posee calidad el equilibrio financiero: condición de riesgo financiero.
5. Horizonte temporal ilimitado.

Entradas y salidas del procedimiento:

1. Entradas:

- Información Primaria relacionada con Estado de Resultado y el Balance General.
- Análisis de la situación financiera relacionada con la estructura del financiamiento.

-estructura actual y mejor propuesta

-Razones

2. Salidas:

- Estructura financiera óptima para el hotel

Para dar cumplimiento a las etapas y a los supuestos se utilizarán **técnicas** de:

- Análisis de la situación financiera

-Porcentaje Componentes, para determinar la estructura financiera actual y la propuesta.

-Razones financieras: de apalancamiento y rentabilidad.

- Escenarios: se consideraran los supuestos del procedimiento para los tres escenarios y además se analizaran las variaciones en préstamos a corto y largo plazo, de la forma siguiente:

Escenario Probable: corresponde a la situación actual del Hotel.

Optimista: Se conceden préstamos a corto y a largo plazo para necesidad de financiamiento.

Pesimista: Se conceden solo préstamos a corto plazo y se incrementa la inversión del dueño.

A continuación se explican las dos etapas del procedimiento:

En el caso de la primera etapa que son las entradas, tiene como objetivo analizar la situación actual del Hotel y proponer los diferentes escenarios en base a las técnicas de análisis de las razones financieras, porcentaje componente, equilibrio financiero y calidad de este, tomado como base los datos de los Estados de Resultados y el balance General actual de la empresa.

Las Razones que se utilizan son: apalancamiento y rentabilidad ya que estas se relacionan directamente con la estructura financiera de una empresa, según (Demestre y col, 2005), estas expresan y se pueden calcular de la siguiente forma:

1. Razones de Apalancamiento:

Miden el grado en el cual la empresa ha sido financiada mediante deudas (Endeudamiento) y Capital (Autonomía). Estas razones se utilizan para diagnosticar sobre la estructura, cantidad y calidad de la deuda que tiene la empresa, así como comprobar hasta qué punto se obtiene el beneficio suficiente para soportar el costo financiero de la deuda.

- Endeudamiento
- Autonomía
- Calidad de la deuda
- Capacidad de devolución de los préstamos
- Rotación del interés causado
- **Razón de endeudamiento con relación financiamiento propio:** Expresa el por ciento que representan los financiamientos ajenos con relación a los financiamientos propios, o cuántos pesos de financiamientos ajenos tiene la empresa por cada peso de financiamiento propio. Se calcula:

$$\text{Endeudamiento} = FA/FP \quad (2.3.1)$$

Donde: FA, financiamiento ajeno; FP, Financiamiento propio.

Entre 1 y 2 \Rightarrow Riesgo Medio

Mayor que 2.0 \Rightarrow Alto Riesgo

Menor que 1 \Rightarrow Bajo Riesgo

- **Razón de endeudamiento en relación al financiamiento Total:** Expresa el por ciento que representan los financiamientos ajenos del Total de Financiamiento (FT),

o sea, cuántos pesos de Financiamiento Ajeno tiene la empresa por cada peso de Financiamiento Total.

$$\text{Endeudamiento} = FA/FT \quad (2.3.2)$$

Donde: FT, Financiamiento total

Entre 0.40 y 0.60 \Rightarrow Riesgo Medio

Mayor que 0.60 \Rightarrow Alto Riesgo

Menor que 0.40 \Rightarrow Bajo Riesgo

Tener alto riesgo no es bueno ni malo, depende de la capacidad que tenga la empresa para poder devolver el financiamiento ajeno. Sin embargo las posiciones de alto riesgo son generadoras de crecimiento.

- **Razón de autonomía:** Expresa el por ciento que representa el Financiamiento Propio del Financiamiento Total, o sea, cuántos pesos de Financiamiento Propio tiene la empresa por cada peso de Financiamiento Total.

$$\text{Autonomía} = FP/FT \quad (2.3.3)$$

Entre 0.60 y 0.40 \Rightarrow Riesgo Medio

Mayor que 0.60 \Rightarrow Bajo Riesgo

Menor que 0.40 \Rightarrow Alto Riesgo

- **Calidad de la deuda:** Expresa qué por ciento representa la Deuda a Corto Plazo (PC) del total de deudas (FA), o sea, cuántos pesos de deuda a corto plazo tiene la empresa por cada peso de deuda total.

$$CD = PC/FA \quad (2.3.4)$$

Donde: CD; Calidad de la deuda; PC, Pasivo circulante

Dado que muchas empresas no pueden acceder a los préstamos a largo plazo, no es posible determinar el valor óptimo de esta razón. No obstante, mientras menor sea el valor de la misma, significa que la deuda es de mejor calidad, ya que la deuda a largo plazo tiene un vencimiento más lejano y hay mayores posibilidades de poder pagar.

- **Capacidad de devolución de préstamos:** Expresa cuántos pesos de fondos autogenera la empresa por cada peso de Préstamo Recibido.

$$CdevoluciónP = UN + Gnd PR \quad (2.3.5)$$

Donde; CdevoluciónP, Capacidad de devolución de los préstamos,
UN, Utilidad Neta; Gnd, gastos no desembolsables (Fondos autogenerados)
Los gastos no desembolsables, son gastos que no ocasionan salida de efectivo para la empresa, pueden ser:

- Depreciación de Activos Fijos Tangibles
- Amortización de Activos Fijos Intangibles
- Amortización de Gastos Diferidos

Cuanto mayor sea el valor de esta razón, más capacidad se tendrá para poder devolver los préstamos, ya que el numerador refleja los fondos que autogenera la empresa.

- **Rotación del interés ganado:** Expresa cuántos pesos de UAI genera la empresa por cada peso de interés por los préstamos a mediano y largo plazo, que reconoce la empresa.

$$RIG = UAI / Im lp \quad (2.3.6)$$

Donde: RIG, Rotación del interés ganado; UAI, Utilidades antes de Intereses e Impuestos; ImLp, Intereses a mediano y largo plazo.

Lo ideal es que su valor sea lo más alto posible y por descontado mayor que 1.

2. Razones de Rentabilidad

Mide la eficiencia con que está siendo manejada la empresa, la relación entre los beneficios y los capitales invertidos. Miden el rendimiento sobre los capitales invertidos, constituye una prueba de la eficiencia de la administración en la utilización de sus recursos disponibles.

Se calcularán:

- Rentabilidad de las Ventas o Margen sobre Ventas
- Rentabilidad Económica o Retorno de la Inversión
- Rentabilidad Financiera o Rentabilidad de los Capitales Propios

Este grupo de razones mide la eficiencia, que expresa la relación realmente obtenida como resultado efectivo entre una cierta aplicación de medios y un determinado efecto, medido como resultado.

- **Razón de Rentabilidad en ventas:** Expresa cuánto gana la empresa por cada peso que vende. Se conoce también como margen sobre Ventas o Margen de

Utilidad. Como otra razón de rentabilidad mientras más alta mejor, ya que implica gestión en los costos y en las Ventas.

$$RV = UAII / Ventas \quad (2.3.7)$$

Donde: RV, Rentabilidad en ventas o Margen de Utilidad sobre ventas.

Esta razón se puede calcular para cada nivel de utilidades, determinando de esta forma los márgenes en cada uno de estos niveles.

- **Rentabilidad Económica:** Esta razón expresa el por ciento que representa las UAII del valor de los Activos Totales invertidos en la empresa, o cuántos pesos de UAII genera la empresa por cada peso de Activo invertido. Este índice mide la gestión operativa de la empresa, el rendimiento extraído a la inversión que posee y explota la empresa a través de su gestión de activos.

$$RE = UAII / AT \quad (2.3.8)$$

Donde: RE, Rentabilidad económica; AT, Activos totales

- **Razón de rentabilidad financiera:** Esta razón expresa qué por ciento representa la Utilidad Neta del valor del Financiamiento Propio, o cuántos pesos de Utilidad Neta genera la empresa por cada peso de Financiamiento Propio.

$$RF = UN / FP \quad (2.3.9)$$

Además de las Razones de apalancamiento y rentabilidad se propone calcular el equilibrio financiero: condición de solvencia y liquidez según (Demestre y col, 2005), una empresa es liquida si su activo circulante es mayor que su pasivo circulante y es solvente si su activo real es mayor que sus financiamientos ajenos. Si se cumplen estas dos condiciones, la empresa posee **equilibrio financiero**. Se puede expresar matemáticamente de la siguiente forma:

Empresa Liquida=Activo Circulante (AC)>Pasivos Circulante (PC)

Empresa Solvente=Activo Real (AC+AF)>Financiamientos Ajenos (PC+PLP)

Donde: AF; Activo Fijos; PLP, Pasivos a Largo Plazo.

En todo caso se puede calcular con solo analizar estas partidas del Balance General de una empresa, pero además se considera prudente calcular las razones de liquidez.

3. Razones de Liquidez.

Para diagnosticar la situación de liquidez de la empresa, es decir, la posibilidad de poder hacer frente a sus pagos a corto plazo, además de confeccionar el flujo de efectivo, se pueden utilizar las razones siguientes:

- **Liquidez general:** Expresa las veces que el Activo Circulante cubre el Pasivo Circulante o la cantidad de pesos de Activo Circulante que posee la empresa por cada peso de Pasivo Circulante.

$$LG = AC/PC \quad (2.3.10)$$

Donde: LG, Liquidez general, AC, Activo Circulante; PC, Pasivo Circulante

1.3 a 1.5 \Rightarrow Correcto

Menor 1.3 \Rightarrow Peligro de suspensión de pago

Mayor 1.5 \Rightarrow Peligro de tener ociosos

- **Razón de liquidez inmediata:** Expresa las veces que los Activos más líquidos (AC – Inventarios) cubren el Pasivo Circulante; cuántos pesos de Activos más líquidos posee la empresa por cada peso de deuda a corto plazo.

$$LI = AC - Inventarios / PC \quad (2.3.11)$$

Donde: LI, Liquidez inmediata

Entre 0.5 y 0.8 \Rightarrow Correcto

Menor que 0.5 \Rightarrow Peligro de suspensión de pago

Mayor que 0.8 \Rightarrow Peligro de tener tesorería ociosa

- **Razón de Solvencia.** Diagnostica cómo puede una empresa solventar todas sus deudas con los activos con valor de Ventas, que posee.

Solvencia: Expresa las veces que los Activos Reales cubren los financiamientos ajenos (Total de Deudas), o sea, cuántos pesos de Activos Reales tiene la empresa para solventar un peso de Deuda Total.

$$Solvencia = Activo.Real / FA \quad (2.3.12)$$

Activo Real = Activo Circulante + Activo Fijo Neto

Financiamiento Ajeno = Pasivo Circulante + Pasivo Fijo

Entre 1.5 y 2 \Rightarrow Correcto

Menor de 1.5 \Rightarrow Peligro de no poder solventar las deudas

Mayor de 2 \Rightarrow Peligro de tener ociosos

No basta con determinar si la empresa tiene equilibrio financiero, es necesario además, cuando lo tiene, evaluar su calidad, a través de la condición de riesgo financiero, la cual nos permite medir la estabilidad de la estructura de financiamiento de la empresa, que no es más que la relación entre el financiamiento ajeno (FA) y propio (FP).

Según (Demestre y col, 2005), se podrá considerar estable cuando la relación $FA \equiv FP$ se encuentre entre $60\% \equiv 40\%$ o cualquier combinación que se mueva entre esos rangos. Se podrá considerar inestable cuando la relación $FA \equiv FP$ se encuentre fuera del rango $60\% \equiv 40\%$.

Aunque se está considerando una estructura de financiamiento entre $60\% \equiv 40\%$ o cualquier combinación que se mueva entre estos rangos, para determinar la estabilidad de dicha estructura, es bueno señalar que no todos los autores consultados están de acuerdo con este criterio. En la realidad la estructura de financiamiento es **única para cada empresa** donde lo importante no es el nivel de riesgo, sino la utilización correcta del financiamiento que permita generar flujos de efectivo positivos para poder devolver lo que se pide prestado y demás obligaciones. Hasta aquí se explica la primera etapa del procedimiento de análisis

La segunda etapa del procedimiento son las salidas: que corresponde a la estructura financiera óptima para el hotel, el objetivo de la misma es presentar de los diferentes escenarios planteados para dar cumplimiento a las etapas y los supuestos del procedimiento, cuál es el que mayor rentabilidad económica y financiera ofrece así como el que mayor equilibrio financiero proporciona a la empresa, mayor calidad de este.

Con la técnica de triangulación de fuentes se demostró que existen factores que influyen en la estructura financiera de los hoteles de capital mixto, que no se están considerando, ya sea total o parcialmente. Sobre esta base se diseña un procedimiento para lograr un equilibrio entre todos los factores que beneficie a la empresa mixta como intermediaria entre el hotel y el Estado y a este en última instancia como el “principal”, es decir el dueño de estas instalaciones.

APLICACIÓN DEL PROCEDIMIENTO EN HOTELES DE CAPITAL MIXTO: ESTUDIO DE CASO

Teniendo en cuenta la fundamentación teórica del capítulo uno, donde queda claro los factores fundamentales que inciden en la estructura financiera, así como la necesidad de que los hoteles de capital mixto puedan determinarla, para que los beneficie a ellos y a la empresa mixta que actúa como intermediario (agente) frente al Estado y responde a sus intereses, de entradas de recursos financieros al país, demostrado en el capítulo dos, es que este capítulo tiene como objetivo: Exponer los resultados de la aplicación del procedimiento en el Hotel X para contribuir al aumento la rentabilidad de éste.

Criterios para la implementación del Procedimiento propuesto.

En este acápite se explicarán los criterios que deberán considerarse para implementar el procedimiento que se propone en el capítulo dos, este acápite fue tomado de la tesis de doctorado de la tutora de este trabajo, dado a que la autora trabajó en un procedimiento de análisis de la estructura financiera desde la visión del Estado cubano, por lo tanto solamente se trabaja con los criterios para implementar hasta el nivel de hotel, lo cual puede ser perfectamente generalizado a través de esta tesis de maestría.

Además, se definió que el principal usuario es el Ministerio del Turismo (MINTUR), donde se ejemplificó, en este caso para el Destino Turístico Jardines del Rey en el hotel X.

La primera etapa está relacionada con las entradas, que contiene la siguiente información:

- Información Primaria relacionada con Estado de Resultados y el Balance General.
- Análisis de la situación financiera relacionada con la estructura del financiamiento.

-Estructura actual y mejor propuesta

-Razones

El objetivo para implementar el procedimiento en esta etapa es: analizar la situación actual del hotel y la empresa mixta y proponer las diferentes alternativas de financiamiento como base para el cálculo del flujo de caja empresarial.

Para cumplir con lo anterior es primordial en esta etapa la utilización de la información contenida en los estados financieros anuales de la empresa. Por lo tanto se definen las responsabilidades de las partes involucradas:

- Los gerentes económicos de las instalaciones hoteleras deben ser los responsables de entregar el balance general y estado de resultados de estas instalaciones a la empresa mixta en el tiempo establecido.
- El administrador financiero de la empresa mixta debe ser el responsable de hacer el consolidado de los principales resultados de las instalaciones hoteleras, en caso de que la empresa administre más de una entidad.
- El administrador financiero de la empresa mixta debe ser el responsable de hacer el resumen de las principales cuentas del balance general y el estado de resultados, que permita la facilidad en el análisis y procesamiento de la información de estos estados, que son la base del procedimiento.
- El administrador financiero de la empresa mixta debe ser el responsable de hacer el análisis y diagnóstico de la situación financiera en cuanto a la estructura de financiamiento actual, y la política establecida en los estatutos, que le permita llevar las propuestas de alternativas de financiamiento al representante cubano.

En la figura 1, se presenta un diagrama de flujo de las distintas actividades que se deben llevar a cabo en la etapa uno para cumplir con el objetivo trazado.

Figura 1. Diagrama de Flujo de las actividades de la etapa uno.

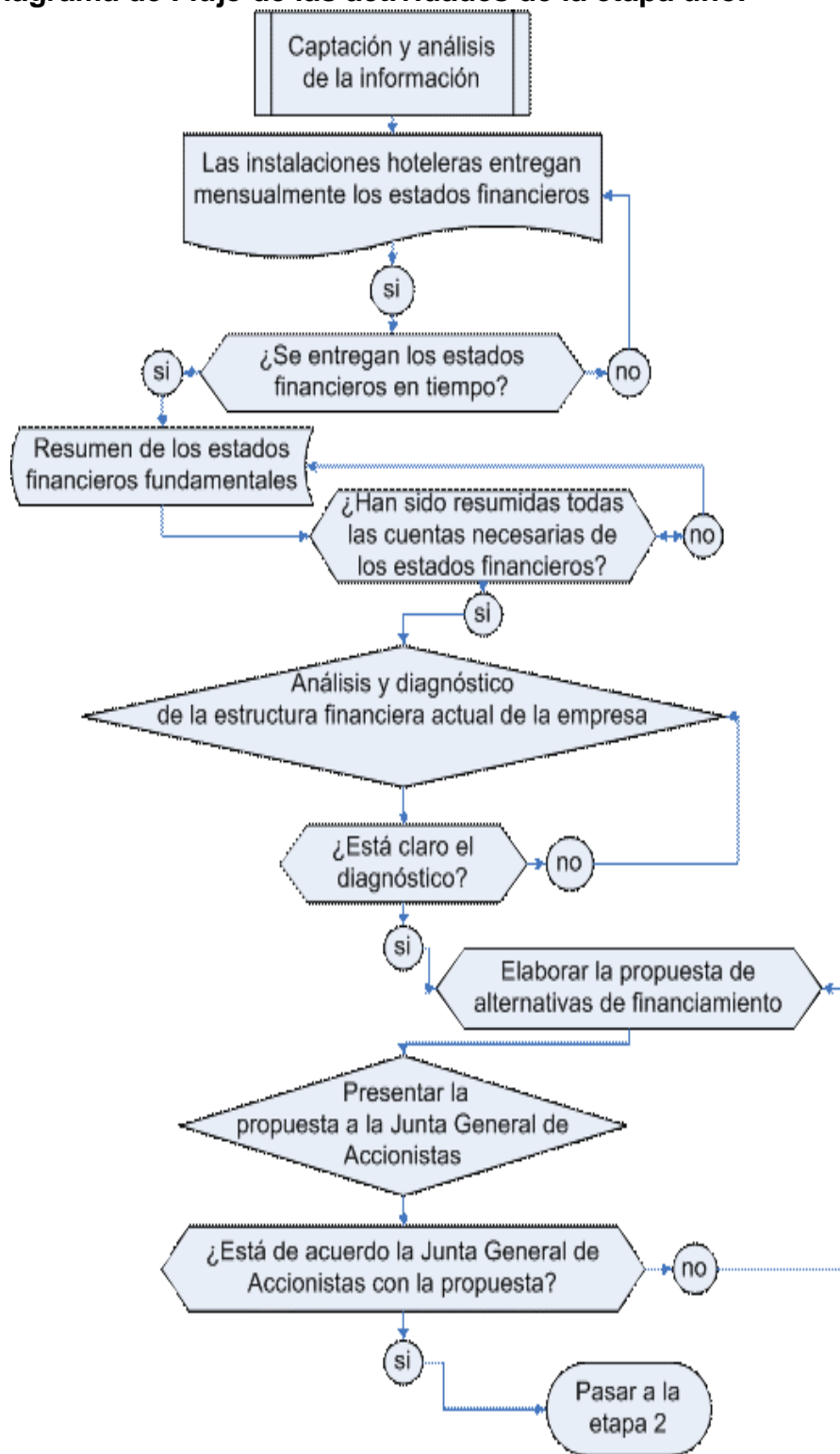


Fig. 1. Fuente: Tomado de Alarcón Armenteros A., Tesis de doctorado, 2008.

La etapa dos del procedimiento son las Salidas, donde se determina la estructura financiera óptima para el hotel

Ahora bien al aplicar los criterios de implementación de Alarcón Armenteros en 2008 para las empresa mixta el objetivo de esta etapa es determinar de las diferentes alternativas analizadas en la etapa anterior, cuál es la que manteniendo constante la rentabilidad económica, ofrece mayor rentabilidad financiera, además, que presente un flujo de caja positivo para la empresa que contribuya a mayores entradas de efectivo al Estado como objetivo fundamental para el cuál fueron creadas estas entidades en el país.

Para cumplir con el objetivo anterior se definen que:

- El administrador financiero debe responsabilizarse con el cálculo de la estructura financiera óptima para cada alternativa propuesta, de acuerdo a los datos recogidos y analizados en la etapa uno y presentarla al representante cubano de la empresa mixta.
- El representante cubano de la empresa mixta debe ser el responsable de analizar la mejor alternativa para la entidad según esta etapa, que le sirva como elemento para la toma de decisiones en la etapa tres.

En la figura 2, se presenta el diagrama de flujo para la etapa dos, que permite organizar de forma descendente las actividades a realizar para cumplir con el objetivo propuesto.

Figura 2. Diagrama de flujo para la etapa dos.

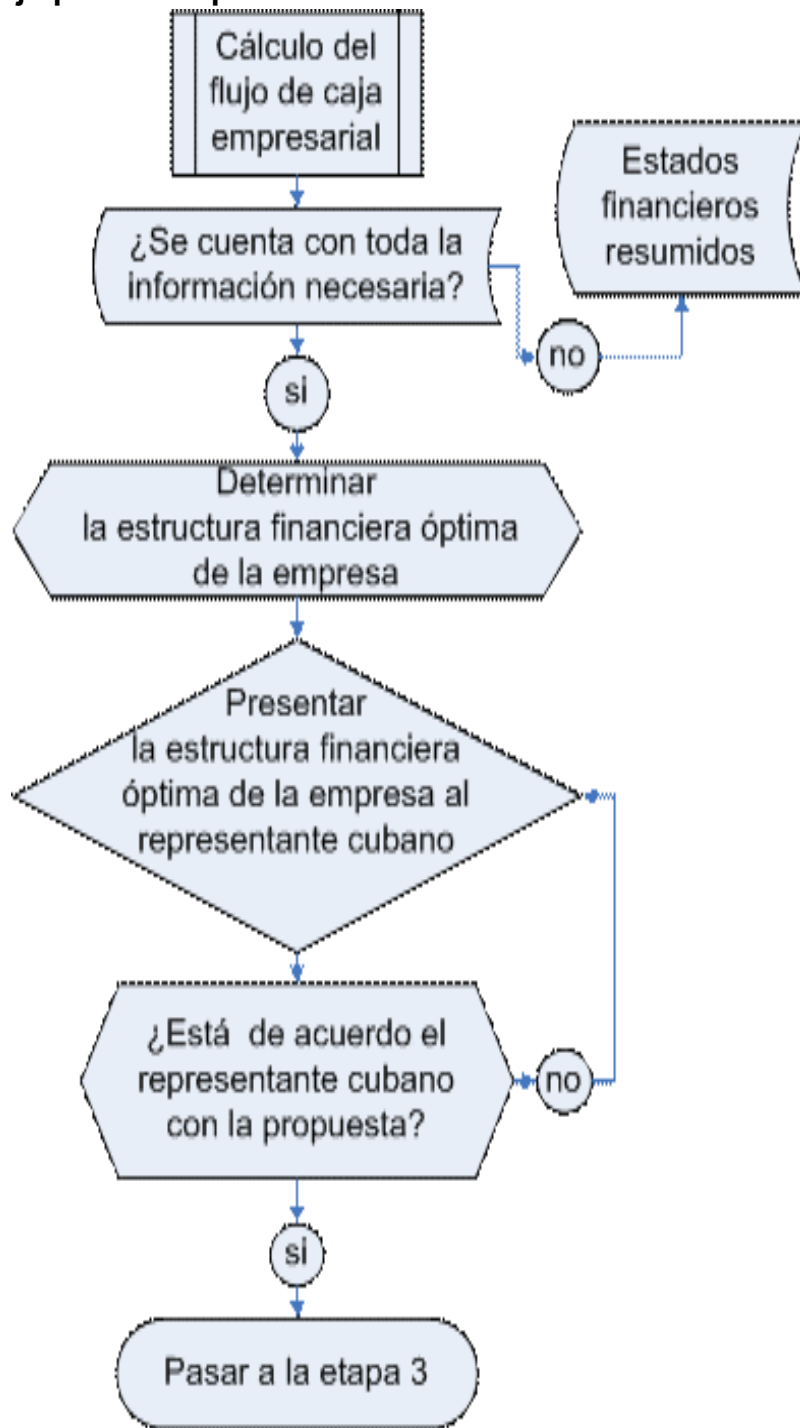


Fig. 2. Fuente: Tomado de Alarcón Armenteros A., Tesis de doctorado, 2008.

Aplicación del procedimiento en el Hotel X.

Teniendo en cuenta los criterios de implementación del procedimiento descritos anteriormente, además los supuestos del procedimiento los cuales se cumplen y se pueden observar en los anexos del 3.2.1-3.2.3. Se explica los resultados de aplicar el procedimiento en el hotel objeto de estudio.

Tabla 1. Balance General (Resumido).

Cuentas	Escenarios		
	Probable	Optimista	Pesimista
Total de Activos	5.021.072,72	5.021.072,72	5.021.072,72
Activo Circulante	4.823.044,17	4.823.044,17	4.823.044,17
Activo Fijo	129.093,93	129.093,93	129.093,93
Otros Activos	68934,62	68934,62	68934,62
Total de Pasivo y Patrimonio	5.021.072,72	5.021.072,72	5.021.072,72
Pasivo	4.214.895,99	4.514.895,99	4.314.895,99
Pasivo circulante	4.214.825,99	4.314.825,99	4.314.825,99
Pasivo a Largo Plazo	0,00	200.000,00	0,00
Otros Pasivos	70,00	70,00	70,00
Patrimonio	806.176,73	506.176,73	706.176,73

Fuente: Balance General del Hotel, 2013.

En la tabla anterior se muestra el saldo que conforman las partidas fundamentales de cada uno de los escenarios a tener en cuenta en la aplicación del procedimiento propuesto tomado del balance general de la instalación objeto de estudio

En el caso de las Etapas del procedimiento se soportan en Excel para las Entradas y Salidas. Y los escenarios quedaron conformados de la siguiente forma:

- **Escenario Probable:** corresponde a la situación actual del Hotel, donde no existen préstamos a corto plazo, solamente Pasivo Circulante y el patrimonio.

-Optimista: Se conceden préstamos para necesidad de financiamiento, por un monto equivalente a 300 000 Dólares, los cuales se desglosan de la siguiente forma: a Corto Plazo por valor de 100 000 dólares a 5% de interés y 200 000 dólares a 6,5% de interés a Largo Plazo, en ambos casos anual.

-Pesimista: Se conceden solo préstamos a corto plazo por 100 000 dólares a un interés del 5% anual y una inversión del dueño por valor de 200 000 dólares.

A continuación se mencionan las dos etapas del procedimiento:

Entradas: Información Primaria relacionada con Estado de Resultado y el Balance General, análisis de la situación financiera relacionada con la estructura del financiamiento, estructura actual y mejor propuesta, razones.

Salidas: Estructura financiera óptima para el hotel.

Para dar cumplimiento a las etapas y a los supuestos se utilizarán **técnicas** de:

Análisis de la situación financiera: porcentaje componentes, para determinar la estructura financiera actual y la propuesta y razones financieras de apalancamiento y rentabilidad.

Escenarios: se consideraran los supuestos del procedimiento para los tres escenarios planteados y además se analizaran las variaciones en préstamos a corto y largo plazo.

Se conformaron en Excel tres hojas de cálculo para determinar la mejor alternativa, la primera corresponde al Balance General para la situación probable y optimista y pesimista (anexo 3.2.1), y la segunda, el Estado de resultado (anexo 3.2.2) para los tres escenarios, en este caso se calcula la Utilidad para el Hotel y empresa mixta con el fin de poder comparar los resultados del procedimiento teniendo en cuenta la hoja de calculo tres (anexo 3.2.3), que constituye la propuesta. A continuación se explica los resultados fundamentales:

- Las primeras razones que se introducen en el procedimiento son las de Apalancamiento con el objetivo de medir el grado en el cual la empresa ha sido financiada mediante deudas (Endeudamiento) y Capital (Autonomía). Estas razones se utilizan para diagnosticar sobre la estructura, cantidad y calidad de la deuda que tiene la empresa, así como comprobar hasta qué punto se obtiene el beneficio suficiente para soportar el costo financiero de la deuda. Se calcularon las razones de

endeudamiento siguientes: Endeudamiento (con relación al financiamiento propio y total), Autonomía, Calidad de la deuda, Capacidad de devolución de los préstamos, Rotación del interés causado.

- **Razón de endeudamiento con relación financiamiento propio:**

Tabla 2: Razones de Apalancamiento

Conceptos	Escenarios		
	Probable	Optimista	Pesimista
Endeudamiento = FA / FP	5,23	8,92	6,11

Fuente: Aplicación del Procedimiento. Anexo 3.2.3

Cuando se calcula la razón de endeudamiento con relación a financiamiento propio se observa que en los escenarios existe un alto riesgo (mayor que 2), de que se esté financiando el hotel con capital ajeno, en el escenario probable el hotel tiene \$5.23 de financiamiento ajeno por cada peso de financiamiento propio; en el optimista cuando se le incorporan los préstamos a corto y a largo plazo el hotel aumenta esa dependencia de financiamiento ajeno con \$8.92 por cada peso de financiamiento propio, sin embargo en el pesimista disminuye a \$6.11 con préstamos solamente a corto plazo pero no deja de ser un alto riesgo ya que no cumple los parámetros establecidos para que el riesgo sea bajo o al menos medio (entre 1 y 2). Se puede observar en el anexo 3.2.3.

- **Razón de endeudamiento en relación al financiamiento Total:**

Tabla 3: Razones de Apalancamiento

Conceptos	Escenarios		
	Probable	Optimista	Pesimista
Endeudamiento = FA / FT	0,84	0,90	0,86

Fuente: Aplicación del Procedimiento. Anexo 3.2.3

En el cálculo del endeudamiento en relación al financiamiento total, se observa un alto riesgo en los tres escenarios ya que no cumplen con los parámetros de esta razón (0.40 y 0.60). En el escenario probable el hotel tiene \$0.84 pesos de financiamiento ajeno por cada peso de financiamiento total; así sucede con los dos escenarios restantes pero con valores de \$0.90 y \$0.86 respectivamente, es decir en los tres casos presenta alto riesgo (mayor que 0.60).

Es bueno aclarar que tener alto y bajo riesgo no es malo, pero tampoco es bueno, todo depende de la capacidad que tenga el hotel para devolver el financiamiento ajeno; sin embargo las posiciones de alto riesgo son generadoras de crecimiento.

- **Razón de autonomía:**

Tabla 4: Razones de Apalancamiento

Conceptos	Escenarios		
	Probable	Optimista	Pesimista
Autonomía = FP / FT	0,16	0,10	0,14

Fuente: Aplicación del Procedimiento. Anexo 3.2.3

En la razón de autonomía que representa el financiamiento propio del financiamiento total sucede lo mismo que en las razones anteriormente explicadas, es decir hay también un alto riesgo, ya que en los tres escenarios el valor no cumple con los parámetros establecidos. En el escenario probable el Hotel tiene \$0.16 de financiamiento propio por cada peso de financiamiento total que corresponde a un riesgo medio (entre 0.60 y 0.40) y los escenarios: optimistas y pesimista tiene \$0.10 y \$0.14 de financiamiento propio por cada peso de financiamiento total, por lo tanto representa un alto riesgo para el hotel.

- **Calidad de la deuda:**

Tabla 6: Razones de Apalancamiento

Conceptos	Escenarios		
	Probable	Optimista	Pesimista
Calidad de la Deuda = PC / FA	1,00	0,96	1,00

Fuente: Aplicación del Procedimiento. Anexo 3.2.3

Debido a que esta es una entidad que no pueden acceder a préstamos tanto a largo como a corto directamente no es posible determinar el valor óptimo de esta razón, sin embargo mientras menor sea la misma es decir la deuda; hay mayores posibilidades de poder pagar de las utilidades aportadas por esta a la empresa mixta los préstamos concedidos para sus operaciones y por lo tanto de mejor calidad ya que la deuda a largo plazo tiene un vencimiento más lejano y hay mayores posibilidades de poder pagar.

En el cálculo de este; el escenario optimista fue el menor de los dos restantes con \$0.96 de deuda a corto plazo por cada peso de deuda.

- **Capacidad de devolución de préstamos:**

Tabla 6: Razones de Apalancamiento

Conceptos	Escenarios		
	Probable	Optimista	Pesimista
C devolución $P = UN + Gnd / PR$	#¡DIV/0!	8,70	26,19

Fuente: Aplicación del Procedimiento. Anexo 3.2.3

Al calcular la capacidad de devolución de los préstamos que tiene el hotel si este pudiese acceder a ellos directamente, se puede observar en el anexo 3.2.3 que para la situación probable, devuelve un resultado de #Div/0! en la celda ya que el hotel no tiene deuda para la situación inicial, para el caso de la situación optimista el hotel es capaz de autogenerar \$8.70 por cada peso de préstamos recibidos total (corto y largo plazo), para el escenario optimista aumenta a \$26.19, lo que es positivo ya que cuanto mayor sea el valor de esta razón, más capacidad se tendrá para poder devolver los préstamos.

- **Rotación del interés ganado:**

Tabla 7: Razones de Apalancamiento

Conceptos	Escenarios		
	Probable	Optimista	Pesimista
RIG = $UAll / Im/p$	#¡DIV/0!	208,14	749,31

Fuente: Aplicación del Procedimiento. Anexo 3.2.3

El resultado de esta razón muestra en correspondencia con la anterior el mismo resultado para la situación probable al no existir préstamos, sin embargo si utiliza la alternativa que se propone en el escenario optimista el hotel genera \$208.14 pesos de UAll por cada peso de interés por los préstamos a mediano y largo plazo, y para la situación pesimista \$749.31, por lo que en los dos casos es mayor que 1, pero más alto para el escenario pesimista por lo tendría más utilidad para cubrir los intereses por préstamos.

Las segundas razones que se introducen en el análisis son las de Rentabilidad, las que miden la eficiencia con que está siendo manejada la empresa, la relación entre

los beneficios y los capitales invertidos. Miden el rendimiento sobre los capitales invertidos, constituye una prueba de la eficiencia de la administración en la utilización de sus recursos disponibles.

Se calcularon: Rentabilidad de las Ventas o Margen sobre Ventas, Rentabilidad Económica o Retorno de la Inversión, Rentabilidad Financiera o Rentabilidad de los Capitales Propios. Este grupo de razones mide la eficiencia, que expresa la relación realmente obtenida como resultado efectivo entre una cierta aplicación de medios y un determinado efecto, medido como resultado.

- **Razón de Rentabilidad en ventas:**

Tabla 8: Razones de Rentabilidad.

Conceptos	Escenarios		
	Probable	Optimista	Pesimista
RV = UAII / Ventas	26,88%	26,88%	26,88%

Fuente: Aplicación del Procedimiento. Anexo 3.2.3

En la razón de rentabilidad en ventas; en los tres escenarios el valor permanece constante es decir es de un 26.88% para el probable, optimista y pesimista, al considerar como supuesto que las UAII de la empresa y las ventas se mantienen constantes y que el Horizonte temporal es ilimitado, no es un valor muy elevado y esta por debajo del 50%, por lo que las ganancias de la empresa por cada peso que vende está por debajo de sus posibilidades reales.

- **Rentabilidad Económica:**

Tabla 9: Razones de Rentabilidad.

Conceptos	Escenarios		
	Probable	Optimista	Pesimista
RE =UAII / AT	74,62%	74,62%	74,62%

Fuente: Aplicación del Procedimiento. Anexo 3.2.3

En la rentabilidad económica se mantiene el mismo valor desde el probable hasta el optimista al tener en cuenta los mismos supuestos que en la razón anterior, el valor es de un 74.62% de lo que genera la empresa por cada peso activo invertido. Por lo tanto la gestión operativa del hotel es aceptable, el rendimiento extraído a la inversión que posee y explota la entidad es buena a través de su gestión de activos.

- **Razón de rentabilidad financiera:**

Tabla 10: Razones de Rentabilidad.

Conceptos	Escenarios		
	Probable	Optimista	Pesimista
RF = UN / FP	91,96%	99,27%	89,75%

Fuente: Aplicación del Procedimiento. Anexo 3.2.3

La razón de rentabilidad financiamiento en los escenarios fueron de un 91.96%, un 99.27% y 89.75% respectivamente; es decir que la Utilidad Neta del Hotel representa el 99.27% del financiamiento propio, el valor más alto de los tres escenarios, casi el 100% del Financiamiento propio ver anexo 3.2.3, es decir que la eficiencia de los fondos propios invertidos en la empresa es muy alta, aunque ya se observaron en otras razones que sería muy riesgosa para la empresa.

Además de las Razones de apalancamiento y rentabilidad se propone calculó el equilibrio financiero: condición de solvencia y liquidez siguiendo el criterio de que una empresa es liquida si su activo circulante es mayor que su pasivo circulante y es solvente si su activo real es mayor que sus financiamientos ajenos. Si se cumplen estas dos condiciones, la empresa posee **equilibrio financiero**. Se puede expresar matemáticamente de la siguiente forma:

Empresa Liquida=Activo Circulante (AC)>Pasivos Circulante (PC)

Empresa Solvente=Activo Real (AC+AF)>Financiamientos Ajenos (PC+PLP)

Queda demostrado después de los cálculos matemáticos que la empresa es líquida y solvente en los tres escenarios propuestos porque sus Activos Circulantes son mayores que los Pasivos Circulantes, pero además es solvente porque el Activo Real es mayor que los financiamientos ajenos.

- **Razones de Liquidez:**

Para diagnosticar la situación de liquidez de la empresa, es decir, la posibilidad de poder hacer frente a sus pagos a corto plazo, además de confeccionar el flujo de efectivo, se pueden utilizar las razones siguientes:

- **Liquidez general:**

Tabla 11: Razones de Liquidez.

Conceptos	Escenarios		
	Probable	Optimista	Pesimista
LG = AC / PC	1,14	1,12	1,12

Fuente: Aplicación del Procedimiento. Anexo 3.2.3

En ella se observa que aunque está en los parámetros establecidos en la literatura financiera de 2 a 1, en el procedimiento se establecen los rangos de nivel de riesgo (1.3 - 1.5 correcto), para los tres escenarios propuestos hay un peligro de suspensión de pago ya que están por debajo de 1.3, con un valor de 1.14 para el probable y 1.12 para el pesimista y el optimista, es decir que sigue disminuyendo, la cantidad de pesos de Activo Circulante que posee la empresa por cada peso de Pasivo Circulante, lo que hace estas dos alternativas más riesgosa, situación que está determinada por la utilización del dinero ajeno, ver anexo 3.2.3., pero se calcularan la razón de liquidez inmediata y solvencia para ver que es lo que incide en este resultado.

- **Razón de liquidez inmediata:**

Tabla 12: Razones de Liquidez.

Conceptos	Escenarios		
	Probable	Optimista	Pesimista
LI = AC - Inventario / PC	0,59	0,58	0,58

Fuente: Aplicación del Procedimiento. Anexo 3.2.3

La razón de liquidez inmediata en el escenario probable es de \$0.59 de Activo más líquido por cada peso de deuda a corto aplazo, en el optimista es de \$0.58 y en el pesimista de \$0.58 también. Los tres escenarios cumplen con los parámetros establecidos (0.5-08), es decir están correctos para la Empresa. (Ver anexo 3.2.3), por lo que la dificultad no está en los activos circulantes más líquidos con tesorería ociosa, sino en los inventarios, es decir una subinversión en inventarios.

- **Razón de Solvencia:**

Tabla 13: Razones de Liquidez.

Conceptos	Escenarios		
	Probable	Optimista	Pesimista
Solvencia = Activo Real / FA	1,17	1,10	1,15

Fuente: Aplicación del Procedimiento. Anexo 3.2.3

Al aplicar la razón de Solvencia para los escenarios probable, optimista y pesimista la solvencia tiene un valor de \$1.17, \$1.10 y \$1.15 del total de Activos Reales para solventar un peso de la deuda total respectivamente, es decir que la empresa tiene un peligro de no poder solventar las deudas con los activos con valor de ventas que posee, lo que corrobora el resultado anterior y en este caso es menor para el escenario optimista (\$1.10), dado por el volumen de deuda que presupone.

No basta con determinar si la empresa tiene equilibrio financiero, es necesario además, cuando lo tiene, evaluar su calidad, a través de la condición de riesgo financiero, la cual nos permite medir la estabilidad de la estructura de financiamiento de la empresa, que no es más que la relación entre el financiamiento ajeno (FA) y propio (FP).

Tabla 14: Razones de Equilibrio

Conceptos	Escenarios		
	Probable	Optimista	Pesimista
Condición de Riesgo FA/FP			
Estable entre $60 \equiv 40$			
Inestable fuera de $60 \equiv 40$			
Financiamiento Ajeno	83,94%	89,92%	85,94%
Financiamiento Propio	16,06%	10,08%	14,06%

Fuente: Aplicación del Procedimiento.

Se puede observar que para los tres escenarios el hotel no presenta estabilidad en su estructura financiera (es inestable), pues en los tres escenarios se encuentra por encima de la relación $60\% \equiv 40\%$, el financiamiento ajeno sobrepasa el 80% en todos los casos, por lo que se considera que de aplicar estas alternativas el hotel se está financiando casi totalmente con recursos ajenos, lo que sería muy riesgoso para él pues estaría casi totalmente en manos de sus acreedores.

No obstante, la estructura de financiamiento es única para cada empresa donde lo importante no es el nivel de riesgo, sino la utilización correcta del financiamiento que permita generar flujos de efectivo positivos para poder devolver lo que se pide prestado y demás obligaciones.

Hasta aquí se explica la primera etapa del procedimiento de análisis

La segunda etapa del procedimiento son las salidas: que corresponde a la estructura financiera óptima para el hotel, el objetivo de la misma es presentar de los diferentes escenarios presentados al inicio, cuál es el que mayor rentabilidad económica y financiera ofrece así como el que mayor equilibrio financiero proporciona a la empresa, mayor calidad de éste.

Si se analizan los resultados anteriores, se puede decir que de los tres escenarios analizados el mejor para el hotel según las condiciones presentadas sería el escenario pesimista que presupone la utilización del préstamo a corto plazo por 100 000 dólares a un interés del 5% anual y una inversión del dueño por valor de 200 000 dólares.

Con este escenario se obtiene una rentabilidad económica del 74.62% y una rentabilidad financiera de 89.75%, que si bien no es la más alta de los tres escenarios es la que mejor Liquidez presenta entre el escenario optimista y el pesimista, la solvencia y la calidad del equilibrio es mejor con esta alternativa.

Se hizo necesario comparar los resultados con los de la empresa mixta pues a ella a la que se le concederán los préstamos y es la que aumentará la inversión como dueño. Si se observa el anexo 3.2.3 al final ciertamente para la empresa mixta la mejor variante es también la pesimista pues obtiene mayor Rentabilidad Financiera manteniendo constante los dos indicadores restantes.

Tabla 15: Razones de Rentabilidad Emp.mixta

Cuentas	Escenarios		
	Probable	Optimista	Pesimista
RV = UAII / Ventas	26,88%	26,88%	26,88%
RE =UAII / AT	74,62%	74,62%	74,62%
RF = UN / FP	80,25%	79,86%	80,14%

Fuente: Aplicación del Procedimiento. Anexo 3.2.3

Por lo tanto la estructura financiera óptima para el hotel es: 85.93% de pasivo circulante, el 14.06% de patrimonio y otros pasivos con el 0.01%.

Tabla 16: Estructura financiera óptima del Hotel

Cuentas	
Pasivo circulante	85.93%
Patrimonio	14.06%
Otros pasivos	0.01%

Fuente: Anexo 3.2.4

Es muy complejo determinar la estructura financiera óptima para un hotel de capital mixto pues las características de estas instalaciones son diferentes a otras empresas en el país, pues ellas constituyen una dependencia de la empresa mixta, lo que hace que limite el análisis sobre el tema a nivel de hotel.

No obstante es criterio de este maestrante que si es posible determinar la estructura financiera óptima, tal es así que con la aplicación del procedimiento se pudo corroborar la hipótesis de los indicadores propuestos para tales fines.

CONCLUSIONES

1. Existen múltiples teorías y métodos a nivel internacional y en Cuba que demuestran la posibilidad de determinar una combinación adecuada entre recursos ajenos y propios para una empresa, pero todas coinciden en que los factores que inciden en esta son: el costo, el riesgo, el rendimiento, la flexibilidad fiscal y la posición de la administración frente a la problemática.
2. Según la triangulación de fuentes empleada en el trabajo, se evidencia la necesidad de un procedimiento para determinar la estructura financiera óptima del hotel de capital mixto objeto de estudio.
3. Se propone un procedimiento de análisis de la estructura financiera óptima basado en dos etapas, en el cálculo de las razones de Rentabilidad, apalancamiento, liquidez, condición de equilibrio y calidad del equilibrio todas soportadas en Excel.
4. Con la aplicación del procedimiento se pudo corroborar la hipótesis, contribuyendo al aumento de la rentabilidad económica y financiera, así como la gestión en el financiamiento para el hotel objeto de estudio.

RECOMENDACIONES

1. Aplicar el procedimiento propuesto en esta tesis con los resultados del hotel para el año 2014, con el fin de ir ajustando las posibles debilidades de éste.
2. Vincular las hojas de cálculos del procedimiento con los Estados financieros fundamentales del hotel.
3. Continuar la investigación para hoteles de capital mixto, capital propio y empresas de capital mixto.

BIBLIOGRAFÍA

1. Anónimo, [en línea], <<http://www.gestiopolis.com/canales/financiera/articulos/no%201/capitalfinanciero.htm>>, [Consultado el 8 de febrero 2007].
2. ANÓNIMO, [en línea], < <http://www.definicion.org/estructura-financiera> >, [Consultado el 23 de noviembre, 2006].
3. ANÓNIMO, [en línea], <http://www.icesi.edu.co/es/publicaciones/publicaciones/contenidos/84/jrivera_teoriasobre-est-capi.pdf>,[Consultado el 8 de febrero 2007].
4. Actualización del sistema bancario y financiero nacional, Revista del BCC, enero-marzo 2003, año 6 No.1. ISSN 1560-795X.
5. Administración de Riesgos, [en línea], <<http://www.gestiopolis.com/canales2/finanzas/1/admonriego.htm>>, [22 de Enero 2007].
6. ALARCÓN ARMENTEROS, A., “La estructura Financiera en las empresas estatales cubanas: el caso de Marina Júcaro”, Tesis en opción al grado de Master en Finanzas, UH, 2001.
7. ALARCÓN ARMENTEROS, A., *et al.*, “La Estructura Financiera en entidades hoteleras de la provincia Ciego de Ávila”. Premio CITMA Provincial, Ciego de Ávila, 2005.
8. ALARCÓN ARMENTEROS, ADELFA. D., “La teoría sobre estructura financiera en empresas mixtas hoteleras cubanas”, <<http://www.eumed.net/cursecon/ecolat/cu/2007/aaa-finhot.htm>>,[17 de enero del 2007].
9. BETANCOR A., “Estructura financiera de las empresas en Uruguay”, [en línea] <<http://www.bcu.gub.uy>>, [Consultado el 14 de octubre 2003].
10. BOLTEN STEVEN. E., “Administración Financiera”, Universidad de Houston. Editorial Limusa, S.A. de C.V., Grupo Noruego, 1996.
11. BREALEY R. A., MYERS S. C., “Fundamentos de Financiación Empresarial”, Cuarta edición, McGraw Hill, España, 1993.

12. CALVA MERCADO, ALBERTO., “Lo que todo ejecutivo debe saber sobre finanzas”, Editorial Grijalbo, SA de CV, 1996.
13. CASTRO RUZ, F., “Informe al V Congreso del PCC”, 1997.
14. CASTRO RUZ, F., IV Congreso del PCC. Informe Central, 1991.
15. CERVERA O. M., ROMANO A. J., “Análisis de los Estados Financieros. Rentabilidad”, [en línea] <<http://www.Contabilidad.tk.>> [Consultado el 20 junio de 2005.]
16. Costo de capital, [en línea], <<http://www.gestiopolis.com/canales/financiera/articulos/15/costocapital.htm>>, [Consultado el 14 diciembre 2006].
17. DAMIAN SALLOM, C., PEDRO VIGIER H., “Sobre la determinación de la estructura de capital en la pequeña y mediana empresa”, [en línea], <<http://www.aaep.org.ar>>, [Consultado el 15 de septiembre 2003].
18. DE LA OLIVA DE CON, F., “Selección y Valuación de Carteras”. Editorial Félix Varela, La Habana, 2001.
19. Documentos de trabajo “nuevas tendencias en dirección de empresas”, [en línea], <<http://www.uva.es/empresa5>>, [consultado el 11 de noviembre de 2006].
20. Enfoque de gestión para el capital financiero, [en línea], <<http://www.gestiopolis.com/canales/financiera/articulos/no%201/capitalfinanciero.htm>>, [Consultado el 19 de enero, 2007].
21. FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, L., “La estructura financiera óptima de la empresa: aproximación teórica”, [en línea], <<http://www.5campus.com>>, [Consultado 20 de febrero 2008].
22. FRED WESTON THOMAS COPELAND, manual de administración financiera, apalancamiento financiero 11, <www.falabella.com>, 14th diciembre 2008
23. Fundamentos de Administración Financiera. Volumen III, Décima Edición.
24. GITMAN., “Fundamentos de Administración Financiera”. Tomo I, editorial Félix Varela, 2006.
25. GITMAN., “Fundamentos de Administración Financiera”. Tomo II, editorial Félix Varela, 2006.
26. GONZÁLEZ JORDÁN, B., “Introducción a las decisiones financieras empresariales”, Parte I, CariFin, 1999.

27. HERRERA SANTIAGO, LIMÓN SUÁREZ Y SOTO IBÁÑEZ: "Fuentes de financiamiento en época de crisis" en Observatorio de la Economía Latinoamericana, Número 67, septiembre 2006, [en línea], <<http://www.eumed.net/cursecon/ecolat/index.htm>>, [Consultado el 19 de enero, 2007].
28. Ley No. 73 de 4 de agosto de 1994, "Ley de del Sistema Tributario", Gaceta Oficial de la República de Cuba, edición extraordinaria, no.8 de 5 de agosto de 1994.
29. LÓPEZ GRACIA, J., *et al.*, "Efectos financieros y estratégicos sobre la estructura de capital de la pequeña y mediana empresa", Revista Moneda y Crédito No. 219, España, 2004. Comunicación personal a Alarcón Armenteros A., en febrero 2005.
30. MANTILLA RAMÍREZ, R., *et al.*, "La empresa y el empresario". Editado por: centro de Información y Adiestramiento Informático para el Abogado, CIABO, La Habana, 2000.
31. MASCAREÑAS J., "La Estructura de Capital Óptima", Universidad Complutense de Madrid, [en línea], < <http://www.ucm.es>. > [Consultado el 20 de febrero 2009].
32. MODIGLIANI F., MILLER M. H., "Corporate Income Taxes and the Cost of capital: a Correction", American Review, June, 1963.
33. MOLINA ARENAZA E. H., "Estructura de capital y palanca financiera", [en Línea], <<http://sisbib.unmsm.edu.pe>>,[Consultado el 22 de Noviembre 2009].
34. RAMÍREZ SOLANO, E., "Moneda, banca y mercados financieros. Instrumentos en países en desarrollo", Editorial Pearson Educación, S.A. de C.V., México, 2001
35. Resolución 80/2004. Gaceta Oficial de la República de Cuba. Resuelvo IV: "Sobre el uso de efectivo y la operación de cuentas bancarias en moneda libremente convertible por personas jurídicas", artículo 11, ISSN 1682-7511. Año II. Ministerio de Justicia. La Habana. Jueves 28 de octubre de 2004. [en línea],<<http://www.gacetaoficial.cu/>>[Consultado el 20 de diciembre de 2004]
36. Resolución No. 64/2000, Banco Central de Cuba, "Normas complementarias para los cobros y pagos".
37. REYES ESPINOSA, M., "Teoría y práctica de la estructura financiera empresarial y la eficiencia. Estudios de casos en Cuba", Tesis en opción al grado de doctor en ciencias económicas, UH, La Habana 2001.

38. RIVIERA GODOY G. A. R. – “Teoría sobre la estructura de Capital”, [en línea], <<http://www.icesi.edu.co/es/publicaciones/contenidos/84/jrivierateoría-sobre-est-capi.pdf>>,[Consultado el 8 de febrero 2007].
39. Sistema de Relaciones Financieras de las empresas estatales, Ministerio de Finanzas y Precios, Ciudad de la Habana, 19 de abril de 2004.
40. SUÁREZ A. S., “Decisiones Optimas de Inversión y Financiación en la Empresa”. Editorial. Pirámide, Madrid 1993.
41. Tablada C., “El pensamiento económico de Ernesto Che Guevara”, Ediciones Casas de las Américas, La Habana, 1987.
42. TRACEY RICHARDS CAREN., “Trabajo de Diploma”, Universidad de la Ciego de Ávila, Departamento de Finanzas, Julio 2006.
43. WESTON J. F., BRIGHAM E. F., “Fundamentos de Administración Financiera”, Décima edición, McGraw Hill, México, 1994.

ANEXOS

Anexo 1.1.1

Nomenclatura utilizada en las teorías:

C: Recursos propios de la empresa, en términos de valor de mercado de sus acciones

D: Recursos ajenos o endeudamiento empresarial

V = C+D: valor total de la empresa en el mercado (valor total del pasivo)

L: coeficiente de endeudamiento, grado de apalancamiento o leverage empresarial

$$L = D/C$$

BAIT: beneficio anual de explotación antes de intereses e impuestos

k_d : costo anual del endeudamiento

I: volumen total de intereses que la empresa ha de pagar cada año por el uso de la deuda (se supone constante, conocido y a perpetuidad)

$$I = k_d \times D$$

BAT: beneficio anual neto de intereses \Rightarrow BAT = BAIT-I

k_c = BAT/C: costo del capital propio \Rightarrow BAT = $k_c \times C$

k_o = BAIT/V: costo del pasivo o costo de capital medio ponderado (ccmp)

$$k_o = \frac{BAIT}{V} = \frac{BAT+I}{V} = \frac{k_c \times C + k_d \times D}{C+D} = k_c \frac{C}{C+D} + k_d \frac{D}{C+D}$$

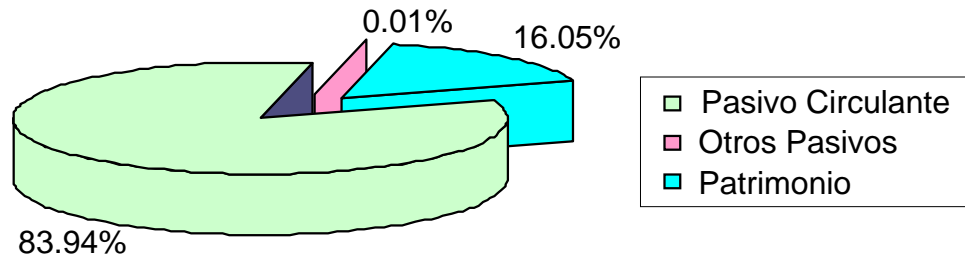
IBS = Impuesto sobre el beneficio de sociedades

IRPF = Impuesto sobre la renta de las personas físicas, impuesto personal de los inversores (accionistas y acreedores).

Anexo 2. 2.2

Estructura Financiera actual del Hotel X.

Por ciento que Representa cada Cuenta dentro del Total del Pasivo y Capital



Fuente: Construido por el autor a partir del Balance General del Hotel X en el año 2013.

ESTRUCTURA FINANCIERA ÓPTIMA PARA EL HOTEL

