

REPÚBLICA DE CUBA
MINISTERIO DE EDUCACIÓN SUPERIOR
UNIVERSIDAD DE CIEGO DE ÁVILA
MÁXIMO GÓMEZ BÁEZ



TÍTULO: PROCEDIMIENTO PARA DETERMINAR LA ESTRUCTURA FINANCIERA ÓPTIMA EN EL HOTEL TRYP CAYO COCO.

(En opción al Título de Máster en Contabilidad Gerencial)

Autora: Lic. Dayami Koelig Pina.

Ciego de Ávila, febrero 2013.

REPÚBLICA DE CUBA
MINISTERIO DE EDUCACIÓN SUPERIOR
UNIVERSIDAD DE CIEGO DE ÁVILA
MÁXIMO GÓMEZ BÁEZ

**TÍTULO: PROCEDIMIENTO PARA DETERMINAR LA ESTRUCTURA
FINANCIERA ÓPTIMA EN EL HOTEL TRYP CAYO COCO.**

(En opción al Título de Máster en Contabilidad Gerencial)

Autora: Lic. Dayami Koelig Pina.

Tutora: Dra. C. Adelfa D. Alarcón Armenteros.

Ciego de Ávila, febrero 2013.

DECLARACIÓN JURADA DE LA AUTORA.

Por medio de la presente se declaro ante el Comité Académico de la Maestría de Contabilidad Gerencial, que la tesis presentada es de mi propia autoría, no contiene material escrito por otra persona al no ser el referido en el texto, parte de ella o en su totalidad no han sido aceptada para el otorgamiento de cualquier otro diploma de una institución nacional o extranjera.

Ciego de Ávila, febrero 2013.

Licenciada Dayami Koelig Pina

CERTIFICACIÓN DE DEFENSA.

Por medio de la presente se aprueba que la tesis titulada: "Procedimiento para determinar la Estructura Financiera Óptima en el hotel Tryp Cayo Coco" ubicado en el destino turístico Jardines del Rey de Ciego de Ávila, de la autora: Lic. Dayami Koelig Pinaen opción al título de Máster en Contabilidad Gerencial, sea presentada al acto de defensa.

Para que así conste firmamos la presente en Ciego de Ávila, el ____ de febrero del año 2013.

Miembro

Miembro

Presidente del Tribunal

11 de febrero del 2013
“Año 55 de la Revolución”

Aval de la Investigación

A: Decano de la Facultad de Ciencias Económicas de la UNICA.

Por este medio le comunicamos que la maestrante de la Facultad de Ciencias Económicas, Dayami Koelig Pina de la Universidad de Ciego de Ávila en el período comprendido del 5 de noviembre del 2011 hasta el 20 de diciembre del 2012 se encontró realizando la investigación de su tesis de Maestría.

Se les proporcionó toda la información necesaria para que hicieran un estudio de cómo contribuir a aumentar la rentabilidad económica y financiera como resultado de la Estructura del financiamiento del Tryp Cayo Coco.

El resultado de la Investigación proporcionará un procedimiento de análisis en el tema, el cual se realiza por primera vez para este tipo de entidad, construyendo un instrumento de planificación financiera y toma de decisiones para el hotel

Atentamente

Sub. Director Económico

PENSAMIENTO

.....“Es realmente un placer cada vez que se descubre algo, que se adquiere un conocimiento, que somos capaces de comprender todo aquello que nos ayude a hacer algo útil posible, realmente no hay placer que supere al del conocimiento, ni hay algo que signifique más al hombre que su conocimiento”.....

Fidel Castro Ruz

AGRADECIMIENTOS

Hoy, no puedo dejar de agradecer a todas aquellas personas que de una forma u otra me ayudaron y estimularon a lo largo de mis estudios como maestrante y trabajadora a la vez.

- ❖ A mi tutora Dra. C. Adelfa D. Alarcón Armenteros, por el apoyo incondicional durante todo este tiempo ante cualquier dificultad y por brindarme todos sus conocimientos.*

- ❖ A Zoila Llambias por su ayuda en todo lo que necesité para la investigación dentro de la instalación hotelera.*

- ❖ A mi familia por toda la comprensión y el apoyo brindado durante toda la vida.*

- ❖ A mis amigos y compañeros de estudio en la maestría.*

DEDICATORIA

En la vida hay sueños que parecen inalcanzables, pero a medida que la vivimos la entendemos, y nos damos cuenta que nada es imposible si nace del corazón. Por eso dedico este gran sueño a quienes me han brindado durante el transcurso de este período en mi vida, todo su apoyo, amor y confianza.

- ❖ A la memoria de mi abuelita que siempre estuvo preocupada por mis estudios y con su amor y comprensión me ayudó mucho en todo momento, para ella este sueño hecho realidad.*
- ❖ A mi mamá por su intransigencia y amor durante estos años que fueron imprescindibles para mi formación.*
- ❖ A mi papá Felipe por el apoyo incondicional en todos los momentos en el que lo necesité.*
- ❖ A mi esposo por el amor dado y estar junto a mí, en todo momento.*
- ❖ A todos lo que tuvieron que ver directa o indirectamente con mi formación.*

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 el hotel Tryp Cayo Coco, perteneciente al destino turístico Jardines del Rey, dada por las ventajas que provoca la utilización de diferentes fuentes de 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. En esta tesis 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 las tres alternativas propuestas, donde se utiliza el préstamo a corto y largo plazo, logrando aumentar la eficiencia económica y financiera al combinar los intereses del Estado como dueño, Fisco y Dueño del Sistema Bancario Nacional.

SUMMARY

Tourism in Cuba is without any doubt one of the most important sectors of the Cuban economy in the last years. The previous statement impels us to analyze the financial structure of the hotel Tryp Cayo Coco as part of Jardines del Rey tourist destination, due to the advantages that represents the use of different financial sources. 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 of analysis based on methods and existent theories internationally and in Cuba, following the judgment of the traditional position that establishes that it is perfectly possible to find the exact financial structure for each company. This procedure is supported in Excel in three calculation pages that correspond to the three proposed alternatives, using the short and long terms loans, increasing the economic and financial efficiency combining the interests of the State as owner, and treasury, and owner of the National Bank System.

ÍNDICE.

INTRODUCCIÓN	1
CAPÍTULO I: LA ESTRUCTURA FINANCIERA ÓPTIMA EN LA GESTIÓN EMPRESARIAL.....	7
1.1 Teorías y métodos sobre la Estructura Financiera Óptima	7
1.2 Estructura Financiera en la práctica: métodos y factores	16
CAPÍTULO II: PROPUESTA DE PROCEDIMIENTO PARA DETERMINAR LA ESTRUCTURA FINANCIERA EN HOTELES DE CAPITAL MIXTO	29
2.1 Caracterización del objeto de estudio	29
2.2 Procedimiento para determinar la estructura financiera en hoteles de capital mixto.....	38
CAPÍTULO III: APLICACIÓN DEL PROCEDIMIENTO EN HOTELES DE CAPITAL MIXTO: ESTUDIO DE CASO.....	48
3.1 Criterios para la implementación del Procedimiento propuesto.....	48
3.2 Aplicación del procedimiento en el hotel Tryp Cayo Coco	53
CONCLUSIONES	65
RECOMENDACIONES	66
BIBLIOGRAFÍA	67
ANEXOS	72

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.”².

Sin lugar a dudas el turismo es uno de los eslabones más importantes de la economía cubana; o sea, es un sector significativo para el país; el mismo ha experimentado una constante expansión en la economía mundial donde ocupa el primer puesto entre los grupos de exportaciones mundiales, por delante de partidas tan importantes como el petróleo, la industria automovilística y la electrónica. Es por ello que en los Lineamientos de la Política Económica y Social del Partido y la Revolución se hace referencia que “El objetivo fundamental de la actividad turística es la captación directa de divisas, maximizando el ingreso medio por turista”³

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 (MINTUR) 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, este elabora la política y

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

²PULIDO, Y. “Tesis en Opción al título de máster en Gestión Turística”. Ciego de Ávila, diciembre de 2010, pág. 1.

³Lineamientos de la Política Económica y Social del Partido y la Revolución. 18 de abril del 2011, Lineamiento 255, acápite IX Política para el Turismo pág.33.

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.

La planta hotelera creció significativamente desde 1990 a razón de 7,5 por ciento, y en estos momentos aparecen 52 mil habitaciones en 334 hoteles, de ellos el 62 por ciento de cuatro y cinco estrellas; existen tres terminales de cruceros, en La Habana, la central provincia de Cienfuegos y la oriental Santiago de Cuba, incluyen 10 marinas internacionales, dos de ellas en La Habana. Carmen Casals la directora de comunicación del MINTUR, “argumentó que en menos de 10 años Cuba pasó al tercer puesto como destino relevante en el Caribe insular y desde 1990 atendió a 30 millones de viajeros.”⁴

El viceministro del sector del Turismo en nuestro país, Alexis Trujillo, “afirmó que el 2010 fue el mejor año en la historia del Turismo para Cuba y se reporta un crecimiento superior al 4% en llegada de visitantes, con respecto al 2009 y que comienzan acciones para alcanzar, este año, resultados superiores.”⁵

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

⁴CAMPOS. R. F., “Turismo cubano, estabilidad y crecimiento en una misma estrategia”. <http://www.granma.cubaweb.cu/2011/07/05/nacional/artic11.html>.

⁵http://www.cadenagramonte.cu/index.php?Itemid=154&catid=115:videos&id=12078:cuba-cierra-2010-con-crecimiento-en-turismo-internacional&option=com_content&view=article. [consultado en Enero 2011].

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.”⁶

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, particularmente de una correcta administración de estos últimos depende en gran medida que los objetivos de la actividad turística se cumplan.

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 las instalaciones que opera con capital mixto, los cuales tienen 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, entre los que se destaca, los aportes hechos por Modigliani y Miller y los tradicionales, así como otras teorías más recientes, los métodos en la práctica empresarial, el método de rentabilidad con base en el flujo de caja y el procedimiento de análisis de la estructura financiera desde la visión del Estado Cubano.

Es por ello que es necesario analizar la estructura financiera en el sector turístico, específicamente en el hotel Tryp Cayo Coco con categoría 4 estrellas plus, propiedad de la Empresa Mixta “Paraíso Cayo Coco”, la que fue creada al amparo del Acuerdo No. **2657/93** del Comité Ejecutivo del Consejo de Ministros de la República de Cuba. Como parte esencial de su objeto social están las inversiones en construcción y explotación de instalaciones hoteleras, los accionistas de dicha entidad empresarial son las sociedades Cubanacan, S.A. y Elastimanagement, B.V, cubana y holandesa, respectivamente. La participación de los socios accionistas en el capital social de la empresa mixta es del 50% cada uno, no se

⁶Brealey y Myers., Fundamentos de Financiación Empresarial. Cuarta Edición. Graw Hill. Interamericana de España. S.A. 1993. Pág.1120

les autoriza préstamos bancarios para financiar sus inversiones y paga el impuesto sobre utilidades.

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

Por lo tanto se define como **Problema científico**: ¿Cómo contribuir a aumentar la rentabilidad financiera en el hotel Tryp Cayo Coco como resultado de la estructura del financiamiento y la conjugación de los intereses del hotel y la Empresa mixta?

El Objeto de la investigación: es la estructura financiera de los hoteles de capital mixto.

El Objetivo de la investigación es: Diseñar un procedimiento que permita al hotel Tryp Cayo Coco asumir una estructura financiera conjugando los intereses de la instalación hotelera y la empresa mixta que contribuya al incremento de la rentabilidad financiera.

Se determina como **Campo**: Métodos y procedimientos para determinar la estructura financiera óptima.

La Hipótesis: 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 financiera en el hotel Tryp Cayo Coco.

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 contribuya al aumento de la rentabilidad financiera a partir de la determinación de una estructura del financiamiento que contribuya a este fin.
3. Aplicar el procedimiento en el Tryp Cayo Coco demostrando la viabilidad de este.

Se utilizaron diferentes métodos de investigación, en el nivel teórico, los métodos lógico – histórico, de lo general a lo particular y análisis y síntesis, en el nivel empírico se utilizaron el método de análisis documental, la encuesta semi estructurada y la triangulación como técnica de la investigación cualitativa; en el capítulo uno se utilizó el método lógico-histórico y análisis y síntesis 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, en el capítulo dos se utilizó el método de lo general a lo particular, que permitió caracterizar la actividad turística en Cuba, el destino turístico Jardines del Rey y posteriormente particularizar en el hotel objeto de estudio, además en este capítulo 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 como técnica para recoger los factores fundamentales de la estructura financiera según la opinión de los especialistas y por últimos los documentos normativos 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.

En el tercer capítulo se utilizó el método de análisis y síntesis en la aplicación del procedimiento para la explicación de cada etapa.

Constituyendo la novedad científica desde el punto de vista del aporte de la investigación, de obtener como resultado el procedimiento que facilite el análisis de la estructura de financiera para el hotel Tryp Cayo Coco.

La tesis quedará estructurada en tres capítulos para un mejor desarrollo y análisis del mismo. El primero aborda 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 y en Cuba, además

de los factores relacionados con la estructura financiera, tales como el riesgo y rendimiento y el costo de las fuentes de financiamiento.

En el segundo capítulo se hace el diagnóstico sobre la situación actual de la estructura financiera, así como de las técnicas y métodos. En dicho capítulo además se hace una propuesta del procedimiento a utilizar en la investigación para determinar la estructura financiera en hoteles de capital mixto que contribuya al aumento de la rentabilidad financiera.

En el tercer capítulo se expone la aplicación del procedimiento en el hotel Tryp Cayo Coco, y los criterios para la implementación de este.

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 que se encuentra en proceso de generalización.

CAPITULO I: FUNDAMENTOS TEÓRICOS SOBRE LA ESTRUCTURA FINANCIERA EMPRESARIAL.

En 1958 con los primeros aportes de Modigliani y Miller y hasta la actualidad se le ha dedicado diferentes estudios para encontrar una estructura financiera óptima, pero no obstante sigue siendo un problema a resolver pues no se ha encontrado una respuesta exacta para él.

Según la opinión de diferentes autores (Brealey 1993, Weston 1995, Ross 2002) el valor de la Empresa está dado por el flujo de caja descontado que genera sus actividades por lo que se debe considerar el riesgo y el rendimiento y por ende la estructura financiera; de ahí entonces que cualquier análisis acerca de este tema se deben introducir los factores relacionados con éste.

Por lo que 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.

1.1 Teorías y métodos sobre la Estructura Financiera Óptima

Para algunos autores “la estructura financiera es la forma en que se financian los activos de una empresa.”⁷

“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”⁸ o estructura financiera, esta última denominación se utiliza en esta tesis.

De ahí que las 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.

⁷GONZÁLEZ DURÁN N, Y TORRES ORTEGA K; “Tesis de Licenciatura en Contabilidad y Finanzas. Universidad de Ciego de Ávila”, Facultad de Ciencias Económicas, Junio, 2005 pág. 6.

⁸BREALEY Y MYERS. S., “Fundamentos de Financiación Empresarial”, Cuarta Edición, Graw, Hill, Interamericana de España, SA. España, 1993, Pág. 779.

“Existen tres diferencias fundamentales entre deuda y aportaciones de capital vencimiento, derechos sobre ingresos y activos, voz en la administración”.⁹

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).

En la literatura financiera consultada existen diferentes criterios sobre la determinación de una estructura financiera, que se le ha denominado de diferentes formas pero en esencia el objetivo es encontrar una estructura financiera óptima, algunos autores coinciden en que: “la estructura óptima de financiamiento es aquella en la que el costo marginal real de todas las formas de financiamiento posibles es el mismo, o sea que resulta indiferente utilizar capital propio o capital de terceros”¹⁰.

Otros autores plantean: “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”. Es criterio de la autora que la EFO es aquella que logra una mezcla eficiente de las diferentes fuentes de financiamiento ya sean ajenas o propias.

A continuación se explican diferentes teorías y métodos que existen al respecto.

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

Estos enfoques 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, entre otros.

Según la postura RN el valor de las acciones de la empresa (C) se obtiene actualizando al tanto el rendimiento de las acciones (k_c), el resultado neto de la empresa, es decir, el beneficio menos los intereses de la deuda que, en ausencia

⁹GÓMEZ, 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 2011].

¹⁰[En línea] <<http://personales.ciudad.com.ar/danotxoa/ApunUni/politicafinempres.htm>>, [consultado el 5 de diciembre del 2011].

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:

$$C = \frac{BAT}{k_c} \quad (1.1.1)$$

Según la posición RN, la EFO será aquella formada en su totalidad por deudas, lo cual conduce a una situación irreal ya que en la práctica empresarial es poco probable encontrarse en tal caso.

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, 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_o). Por diferencia entre éste valor y el valor del endeudamiento se obtendrá el valor de las acciones.

$$\text{Valor acciones } (C) = \text{Valor total empresa } (V) - \text{Valor deudas } (D) \quad (1.1.2)$$

De esta forma, tanto el valor de la empresa como el k_o 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).

La autora, puede resumir 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 MM al exponer su tesis inicial.

- **Tesis de Modigliani y Miller**

En 1958 Franco Modigliani y su discípulo Merton Miller irrumpen en el escenario de la teoría financiera con un trabajo en el que sostienen que, bajo determinadas hipótesis, el costo de capital y el valor de la empresa son independientes de la estructura financiera, “definida por la proporción que representan las deudas con

relación al valor total del pasivo”¹¹. De esta forma niegan la existencia de una EFO, enfrentándose así a la postura aceptada hasta entonces, lo que hizo que su trabajo fuese considerado como revolucionario en aquellos momentos y constituyese la base de un amplio debate en el que numerosos estudiosos centraron su interés.

Las hipótesis de las que parten fueron el centro de las críticas a su tesis, puesto que alguna de ellas fue considerada tan restrictiva como irreal. 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.”¹²

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.

Proposición 2: El rendimiento probable que los accionistas esperan obtener de las acciones de una empresa que pertenece a una determinada clase, es función lineal del ratio de endeudamiento.

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

¹¹[FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, L.](http://www.5campus.com/leccion/poldiv) (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 julio del 2012].

¹²[FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, L.](http://www.5campus.com/leccion/poldiv) (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 julio del 2012].

al costo de capital medio ponderado, k_o , cualquiera que sea el tipo de recurso utilizado en su financiación.

Críticas al planteamiento inicial de la tesis de MM:

La tesis de MM 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. Entre otras destacan las siguientes críticas:

- 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.

- **Tesis tradicional de la Estructura Financiera**

Antes de que MM 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 RN y RE, parte de las siguientes premisas acerca de k_c , k_d y k_o : Ver Anexo 1.1.1 Nomenclatura utilizadas en las teorías.

El k_c es una función creciente del ratio de endeudamiento (L). 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 .

$$k_c = k_o + (k_o - k_d) L \quad (1.1.3)$$

- 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.

$$k_o = k_c \frac{C}{V} + k_d \frac{D}{V} \quad (1.1.4)$$

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 .

La autora coincide en que la tesis tradicional 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.

- **Teoría de Jerarquización financiera.**

Uno de los enfoques más significativos desarrollados en lo que respecta a elecciones financieras de las organizaciones es “la teoría de jerarquización financiera.” Sus autores, Myers y Majluf (1984), sostienen que debido a problemas de selección adversa las empresas prefieren financiación interna a externa, pero cuando los fondos externos son necesarios, las firmas prefieren deuda a acciones debido a los más bajos costos de información asociados con emisiones de deuda. Para la teoría de jerarquización financiera la autofinanciación se encuentra en la parte más alta de las preferencias jerárquicas, mientras las nuevas emisiones de acciones están en la parte inferior.

“La teoría sobre jerarquización de la estructura de capital se encuentra entre las más influyentes a la hora de explicar la decisión de financiación respecto al

apalancamiento corporativo. Esta teoría descansa en la existencia de información asimétrica (con respecto a oportunidades de inversión y activos actualmente tenidos) entre las empresas y los mercados de capitales. Es decir, los directores de la organización a menudo tienen mejor información sobre el estado de la compañía que los inversores externos¹³.

Además de los costos de transacción producidos por la emisión de nuevos títulos, las organizaciones tienen que asumir aquellos costos que son consecuencia de la información asimétrica. Para minimizar éstos y otros costos de financiación, las empresas tienden a financiar sus inversiones con autofinanciación, luego deuda sin riesgo, después deuda con riesgo, y finalmente, con acciones. Myers y Majluf (1984), los padres de la teoría de jerarquización financiera, desarrollan un trabajo sobre las decisiones de financiación e inversión partiendo de la suposición de que la dirección tiene más información sobre el valor de la empresa que los inversores potenciales y que éstos interpretan racionalmente las actuaciones de la firma.

En función de estas hipótesis, los autores plantean un modelo de equilibrio de la decisión emisión-inversión, destacando que habitualmente es mejor emitir títulos financieros seguros que con riesgo y es mejor deuda que acciones si se acude a financiación externa, y que todas aquellas organizaciones que cuenten con oportunidades de inversión que superen al flujo de caja operativo y que ya no tengan posibilidad de emitir deuda sin riesgo, pueden dejar pasar interesantes inversiones antes que recurrir a la emisión de títulos con riesgo para su correspondiente financiación (problema de sub inversión), criterio con el que está de acuerdo la autora de esta tesis.

- **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.

¹³ DEL CARMEN DE ROJAS M.-"Contrastación de la Teoría del "Pecking Order": El Caso de las Empresas Españolas", [en línea], <http://www3.uva.es/empresa/uploads/dt_08_04.pdf>, [consultado 13 de mayo del 2012].

“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")”¹⁴.

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.”¹⁵ 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.

La autora coincide con los autores consultados en que querer construir toda una teoría de la organización sólo sobre esta relación entre "principal" y "agente" es prácticamente imposible. Una somera enumeración de los métodos realmente

¹⁴ RODRIGUEZ, J. "Teoría de la Agencia," [en línea], <http://www2.uah.es/estudios_de_organizacion/temas_organizacion/teor_organiz/teoria_agencia.htm>, [consultado 10 de junio del 2012].

¹⁵ROSS, S.A. (1973): The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem; en: American Economic Review, Papers and Proceedings. 63: pp. 134-139.

aplicados en la praxis empresarial, desde la vieja descripción y determinación de puestos de trabajo, hasta los modernos métodos de configuración de procesos con todo el aparato de descripción y modelado apoyado en informática muestra claramente que ahí se manejan magnitudes y problemas no reductibles a la relación de desconfianza entre el principal y sus agentes.

- **Teoría del equilibrio estático.**

“La Teoría del equilibrio estático se basa en la proposición de que la estructura de capital está determinada por el *trade-off* existente entre las ventajas del subsidio fiscal por apalancamiento y los costos relacionados con el apalancamiento llamados comúnmente costos de insolvencia financiera (*financial distress*)”¹⁶.

La consideración de imperfecciones de mercado como son las relativas a los aspectos impositivos o a los problemas de insolvencia financiera hacen que la teoría tradicional de equilibrio de la estructura de financiera (teoría estática o del *trade-off*) sostenga que la empresa debiera incrementar su tasa de endeudamiento hasta un punto donde el valor del ahorro fiscal sea compensado por el valor actual de los costos de quiebra. Importantes investigaciones entre las que cabe citar las de Robichek y Myers (1966); Kraus y Litzenberger (1973); Kim, Lewellen y McConnell (1979) o DeAngelo y Masulis (1980) demuestran que además del efecto impositivo, los costos de insolvencia afectan la determinación del ratio de endeudamiento y que éste no debe rebasar determinados límites, conduciendo a la estructura de una relación óptima de endeudamiento.

“La teoría estática o del *trade-off* propone que las empresas con mayor rentabilidad expondrán a sus inversores a una tasa impositiva marginal superior a la par que las sitúa en una situación de solvencia más favorable; ambos factores conducirían a la existencia de una proporción superior de deuda en la estructura de capital de la empresa”¹⁷.

¹⁶KOELIG PINA D., Y PULIDO DEL RISCO Y; “Tesis de Licenciatura en Contabilidad y Finanzas”. Universidad de Ciego de Ávila Facultad de Ciencias Económicas, Junio, 2007 Pág. 22.

¹⁷Ídem.

Una de las aportaciones en este sentido más reseñables es la realizada por Fama y French en el año 2002 en el ámbito de la estructura financiera y en el de la decisión de reparto de dividendos. Dichos autores contemplan una versión amplia de la teoría del *trade-off* en la que la tasa óptima de endeudamiento se alcanza cuando el beneficio marginal proporcionado por la última unidad monetaria obtenida en forma de deuda compensa exactamente su costo marginal.

El costo de la deuda incluye factores como los costos potenciales de quiebra, pero también los derivados de los conflictos de agencia como los que ocurren entre accionistas y obligacionistas. Por su parte, los beneficios incorporan no sólo la deducibilidad fiscal de los intereses ya clásica en la literatura sobre estructura financiera, sino también las posibles reducciones que en los conflictos de agencia entre dirección y accionistas pueden tener lugar.

Sin embargo, uno de los mayores cuestionamientos que tiene en la literatura financiera es que, pese a contar con muchos modelos explicativos, aún ninguno de ellos ha podido llegar a una fórmula exacta para determinar el endeudamiento óptimo, criterio con el que se está de acuerdo.

1.2 Estructura financiera en la práctica: métodos y factores.

“El Método UAI-UPA 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. 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 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”.¹⁸

¹⁸Gitman L., “Fundamentos de Administración Financiera”. Tomo II. Pág. 411

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.

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). En este enfoque 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 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”¹⁹.

¹⁹ALARCÓN ARMENTEROS, A. D.; “Tesis de Maestría en Finanzas” .Universidad de la Habana Departamento de Finanzas, Septiembre; 2001 pág. 31.

Para el análisis UAII-RF se utiliza en la literatura consultada 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.

Este método elimina la primera desventaja del anterior pero la segunda queda aun sin resolver.

- **Estudios realizados en Cuba.**

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.”²⁰

A criterio de Alarcón A. (2008) con el cual coincide la autora 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”.²¹

²⁰ALARCÓN ARMENTEROS A.D., “Tesis presentada en opción al grado de Doctora en Ciencias Económicas”, Camagüey 2008, pág. 36.

²¹ REYES ESPINOSA M, Tesis presentada en opción al grado de Doctora en Ciencias Económicas, La Habana, 2001, pág. 63.

Alarcón A. en 2008, diseñó un procedimiento desde la visión del Estado cubano a diferencia de Reyes en 2001 que lo hace a nivel de empresa. 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.

La autora 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.

- **Factores relacionados con la estructura financiera**

“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 Optima, pero existen las condiciones operativas las cuales pueden ocasionar que la estructura real cambie de acuerdo a la óptima en un momento dado, lo cual se explicará a continuación.

- **El Impuesto sobre Sociedades**

La financiación mediante deuda tiene una ventaja importante bajo el sistema impositivo sobre los beneficios empresariales. Los intereses que pagan las Empresas son un gasto deducible a efectos impositivos. Los dividendos y beneficios, no. Por tanto, los rendimientos de los obligacionistas escapan a la imposición a nivel empresarial.

Los ahorros en impuestos son activos con valor. Los ahorros impositivos dependen únicamente del tipo de impuesto sobre sociedades y la capacidad de la empresa de ganar lo suficiente para hacer frente a los pagos de intereses. Este impuesto siempre se utiliza el tipo marginal del impuesto de sociedades, no el tipo medio.

En la proposición I de M&M se dice que el valor del pastel no depende de cómo se reparta. (Brealey, 1993). En este caso el pastel serían los activos de la empresa y los trozos son la deuda y los fondos propios. Si se mantiene el pastel a un tamaño constante, entonces por cada peso más de deuda significa un peso menos de valor de los fondos propios. Pero en realidad, hay un tercer trozo, el gobierno o Estado. MM todavía mantendrían que el valor de los activos antes de impuestos no varía por el reparto; pero cualquiera que la empresa haga para reducir el tamaño del pedazo del gobierno, obviamente mejorara la posición de los accionistas. Por ejemplo pedir dinero prestado, lo cual reduciría su deuda impositiva y aumentaría sus pagos a los accionistas y obligacionistas. El valor de la empresa después de impuestos (la suma de los valores de sus fondos propios y de su deuda como se ve en el balance normal a valores de mercado) aumenta por el Valor Actual (VA) del ahorro impositivo.

- **Costos de Quiebra**

Los costos de quiebra surgen por la posibilidad de que una empresa sea incapaz de cumplir sus obligaciones con los acreedores de la empresa y se solicite su quiebra. Existe una relación positiva y directa entre nivel de endeudamiento, probabilidad de quiebra y costos de quiebra. “Los costos de quiebra son flujos de

caja que la empresa deja de generar o que simplemente no llegan a manos de acreedores o accionistas sino que a manos de terceros”²².

Se distingue aquí entre costos directos, que son aquellos que surgen únicamente en la eventualidad de que la empresa quiebre (se refiere por ejemplo a los pagos a los abogados que lideran el proceso de quiebra, o al menor valor obtenido por los activos de la empresa al verse está obligada a liquidar sus activos), y los costos indirectos, que son aquellos que surgen simplemente porque existe la posibilidad de que la empresa quiebre en el futuro, y que por lo tanto se pagan aunque esta quiebra no ocurra (por ejemplo la pérdida de clientes que prefieren no comprarle a la empresa o el menor valor que supone perder a los ejecutivos de primer nivel que deciden emigrar, o que exigen mayores compensaciones para no emigrar).

No existen mediciones exhaustivas de la magnitud que estos costos pueden llegar a representar, pero sin embargo, sí existe unanimidad respecto a que la magnitud de estos costos dependerá crucialmente del nivel de endeudamiento de la empresa por un lado y por otro lado del tipo de industria en que la empresa se encuentre inserta, así como de características tales como la liquidez de los activos de esa empresa o el tamaño de la misma.

En la literatura sobre estructura financiera se establece el supuesto que el riesgo de la deuda es nulo, es decir, los costos de la quiebra son iguales a cero y por tanto no representan un elemento a considerar en la toma de decisiones sobre estructura financiera. Pero en realidad esta autora considera que, si los flujos de caja resultantes del ejercicio son amenazados por la quiebra o la posibilidad de incurrir en ella, el endeudamiento asume un riesgo asociado a dicha situación, es por esto que la posibilidad de bancarrota influye negativamente en el valor de la empresa. Sin embargo, no es el riesgo de la bancarrota en si mismo lo que disminuye el valor, sino que son los costos asociados a esta.

- **Relación Riesgo - Rendimiento.**

²²CASTILLO A. - "Costos de quiebra", [en línea], <http://www.ayeuc.cl/Revista60/finanzas1_60.htm>, [consultado 17 de junio del 2012].

Se puede definir como Riesgo a “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”.²³

Además de definirse también como, “la probabilidad de que el retorno actual y el esperado difieran”²⁴. Entre menos predecible sea esa diferencia entre el retorno esperado y el real, más riesgosa es la inversión.

La autora de esta tesis teniendo en cuenta las definiciones anteriores resume como riesgo “la probabilidad de que se pueda estar perdiendo dinero en algún momento”.

El riesgo es un concepto con el que se convive día a día. El negocio sin riesgo no existe. Es decir que existe riesgo en cualquier situación en que no se sabe con exactitud lo que ocurrirá en el futuro. Pero no siempre el riesgo es malo, se puede convivir con él a través de un incentivo. Por lo que se acepta más riesgo en la medida que haya una recompensa.

Breayles y Myer (1993), analizan dos riesgos esenciales que influyen sobre los beneficios de la empresa: el riesgo Económico y el riesgo Financiero, coinciden con ellos Weston y Brigham (1994), Bolten (1996), Benjamín (1999).

Estos autores mencionan que el riesgo es la combinación de dos grupos fundamentales de factores:

- ❖ Los factores relacionados con las condiciones y la forma en que opera y es administrada la empresa (riesgo comercial o económico).
- ❖ Los relacionados con las condiciones y las formas en que es financiada la empresa (riesgo financiero).

El riesgo económico se mide mediante el grado de apalancamiento operativo expresando así la sensibilidad que tiene la variación unitaria y porcentual de las ventas en las utilidades antes de intereses e impuestos.

La relación entre el riesgo y el rendimiento en materia de inversiones es directa: a mayor riesgo normalmente se obtiene un mayor rendimiento; por esta razón un

²³ACUÑA 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/serinvercionista/Feria-Ponencias/LauraAcuna.pdf+relacion+riesgo-rendimiento&hl=es&ct=clnk&cd=1&gl=cu>, [consultado 7 de mayo del 2012].

²⁴ Ídem.

elemento clave en materia de inversiones es conocer cuánto riesgo se está dispuesto a correr para obtener un determinado rendimiento e intentar por todos los medios posibles mejorar el rendimiento de las inversiones sin aumentar demasiado el riesgo. No obstante, existe una parte del riesgo que no conlleva a una mejoría en el rendimiento. Esta parte del riesgo es aquella que proviene de las características intrínsecas del instrumento donde se invierte. Por esta razón es muy recomendable aumentar de forma considerable la cantidad de instrumentos diferentes y poco relacionados entre sí para diversificar de la mejor manera el riesgo intrínseco de cada instrumento.

El riesgo Financiero es aquella incertidumbre en operaciones financieras o lo que es lo mismo la variabilidad de los beneficios esperados por los accionistas, es el resultado directo de las decisiones de Financiación. “A medida que la estructura financiera se desplaza a una situación de apalancamiento más alto, los que suministran los fondos tienen en cuenta el riesgo financiero en incremento relacionado con la empresa. Compensan este riesgo mayor cargando tasas de interés más altas o exigiendo mayores rendimientos. En suma lo hacen de la misma manera en que lo harían ante riesgos comerciales mayores”.²⁵

Siempre el aumento del riesgo lleva implícito mayor rendimiento este se divide en “rendimiento económico y el financiero”²⁶.

El rendimiento financiero²⁷ R_F , es la rentabilidad que obtienen los accionistas por su aportación de capital. También llamado rentabilidad del capital propio o ROE *Return on equity*-. Se calcula por la siguiente expresión (Molina, 2002):

$$R_F = UN/FP \quad (1.2.1)$$

Donde: UN= Utilidad Neta; FP= Fondos Propios o inversión realizada por los dueños.

Donde: D= Deuda o recursos ajenos. Al endeudarse la empresa incurre en un costo, que después de impuestos se expresa como: $K_D (1-T)$, T: tasa fiscal.

²⁵GITMAN L, “Fundamentos de Administración Financiera”. Tomo II. Pág. 374.

²⁶ALARCÓN ARMENTEROS, A. D., “La teoría sobre estructura financiera en empresas mixtas hoteleras cubanas”, <<http://www.eumed.net/cursecon/ecolat/cu/2007/aaa-finhot.htm>>,[consultado 17 de enero del 2011].

²⁷El rendimiento financiero y la rentabilidad del capital propio, ROE (*Return on equity*), solo coinciden si la empresa no cotiza en bolsa.

La rentabilidad financiera se relaciona con el rendimiento económico²⁸ R_E , que es el rendimiento promedio obtenido por todas las inversiones de la empresa. Se le conoce como la rentabilidad económica o del activo, también se denomina ROA Return on assets- y como denominación más usual ROI -Return on investments. Se calcula por la siguiente expresión (Molina, 2002):

$$R_E = UN/AT \quad (1.2.2)$$

“Un concepto de gran importancia es el factor de apalancamiento que es la forma que se determina por la relación de la deuda y aportaciones del capital de la empresa, ya que el único cargo financiero fijo que la empresa debe pagar es el interés sobre la deuda. A medida que aumenta la deuda, también aumentan los pagos fijos requeridos y el riesgo financiero”²⁹.

También se denomina “apalancamiento a la posibilidad de financiar determinadas compras de activos sin la necesidad de contar con el dinero de la operación en el momento presente”³⁰.

Es un indicador del nivel de endeudamiento de una organización en relación con su activo o patrimonio. Consiste en utilización de la deuda para aumentar la rentabilidad esperada del capital propio. Se mide como la relación entre deuda a largo plazo más capital propio. Se considera como una herramienta, técnica o habilidad del administrador, para utilizar el Costo por el interés financiero para maximizar Utilidades Netas por efecto de los cambios en las Utilidades de operación de una empresa.

Es decir; los intereses por préstamos actúan como una palanca, contra la cual las Utilidades de Operación trabajan para generar cambios significativos en las Utilidades Netas de una empresa. La autora coincide que el apalancamiento financiero, es la utilización de fondos obtenidos por préstamos a un costo fijo máximo, para maximizar Utilidades Netas de una empresa.

²⁸El ROA (rentabilidad del activo o económica) y el rendimiento económico, sólo coinciden si la empresa no cotiza en bolsa.

²⁹GITMAN L., “Fundamentos de Administración Financiera”. Tomo II. Pág.402.

³⁰ J. FRED WESTON THOMAS COPELAND - "Manual de administración financiera", [en línea], <http://html.rincondelvago.com/apalancamiento-financiero_1.html>, [consultado 9 de enero del 2011].

Este costo se le denominará tasa de interés o costo de financiamiento³¹: “es la rentabilidad esperada de una cartera formada por los títulos de la empresa”.

El apalancamiento financiero se clasifica como: Positivo, Negativo y Neutro. (Bolten S; 1996).

1) Apalancamiento Financiero positivo: Cuando la obtención de fondos proveniente de préstamos es productiva, es decir, cuando la tasa de rendimiento que se alcanza sobre los activos de la empresa, es mayor a la tasa de interés que se paga por los fondos obtenidos en los préstamos.

2) Apalancamiento Financiero Negativo: Cuando la obtención de fondos provenientes de préstamos es improductiva, es decir, cuando la tasa de rendimiento que se alcanza sobre los activos de la empresa, es menor a la tasa de interés que se paga por los fondos obtenidos en los préstamos.

3) Apalancamiento Financiero Neutro: Cuando la obtención de fondos provenientes de préstamos llega al punto de indiferencia, es decir, cuando la tasa de rendimiento que se alcanza sobre los activos de la empresa, es igual a la tasa de interés que se paga por los fondos obtenidos en los préstamos.

“Existen diferentes razones que indican el grado de apalancamiento financiero”³²:

1. **Razón deuda- capital:** indica la relación entre el Pasivo a Largo Plazo y el Capital. Mientras más alto sea esta razón más alto será el apalancamiento financiero. Se calcula:

Pasivo a Largo Plazo/Capital (1.2.3)

2. **Veces que ha ganado en interés:** mide la capacidad de la empresa para cubrir sus cargos fijos por interés a un nivel cualquiera de apalancamiento financiero. Cuanto mejor pueda una empresa cubrir estos cargos menos riesgo financiero se considera que tiene. Se expresa:

UAI/Erogación Anual por Intereses (1.2.4)

Donde: Utilidades antes de intereses e impuestos.

³¹ALARCÓN ARMENTEROS, A.D., “La teoría sobre estructura financiera en empresas mixtas hoteleras cubanas”, <<http://www.eumed.net/cursecon/ecolat/cu/2007/aaa-finhot.htm>>,[consultado 17 de enero del 2011].

³²KOELIG PINA, D., Y PULIDO DEL RISCO, Y., “Tesis de Licenciatura en Contabilidad y Finanzas”. Universidad de Ciego de Ávila Facultad de Ciencias Económicas, Junio, 2007 pág. 31.

3. **Reserva para deuda total:** mide la capacidad de la empresa para cubrir no solamente sus obligaciones por intereses, sino también cualquier abono al saldo principal o pagos a fondos de amortización. Su cálculo es:

$$UAI/ \text{Interés} + \text{Principal} * [1/ (1- t)] \quad (1.2.5)$$

Donde: t: tasa fiscal que se le aplica a la empresa.

4. **Razón deuda- capital valor de mercado:** mide el valor de mercado de la deuda y el capital de la empresa. Esta razón mide el apalancamiento de la empresa de la misma manera que lo hacen los prestamistas en perspectivas y existencias.

5. **La razón pasivo/capital contable:** mide las respectivas proporciones en la estructura financiera y a medida en que se incurre en mayor apalancamiento financiero, aumenta. Por lo general existe un estándar aceptado para compararla, si se separa de dicho estándar, entonces los inversionistas potenciales en los valores de la empresa aumenta la tasa de rendimiento requerida y por lo tanto el costo de capital. Se expresa:

$$\text{Pasivo Total} / \text{Capital Contable} \quad (1.2.6)$$

Conclusiones del Capítulo I.

La estructura financiera afecta de manera significativa la situación de la empresa y la pone en ventaja o desventaja frente a la competencia, es evidente que la empresa que posea una estructura de financiera muy cerca a la "óptima" y maximice su valor frente a las demás tendrá una mayor posibilidad de establecerse en el nuevo orden competitivo del mercado.

Además existen múltiples teorías y métodos a nivel internacional y en Cuba que han tratado de demostrar 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.

En realidad cada empresa escoge la estructura de financiera que más le conviene, pues existen factores internos y externos que condicionan las decisiones de los altos mandos y los administradores de la entidad, por ello lo más recomendable es realizar un estudio cuidadoso de aquella estructura que sea la más provechosa

para los hoteles de capital mixto en Cuba, para lograr una mayor rentabilidad de la empresa mixta, lo cual se realiza en el capítulo dos de este trabajo.

CAPÍTULO II: PROPUESTA DE PROCEDIMIENTO PARA DETERMINAR LA ESTRUCTURA FINANCIERA EN HOTELES DE CAPITAL MIXTO.

A partir de la década del 90 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. Por todo lo anterior el objetivo de este capítulo es: Fundamentar el procedimiento que contribuya al aumento de la rentabilidad financiera a partir de la determinación de una estructura del financiamiento que contribuya a este fin.

2.1 Caracterización del objeto de estudio

- **En Cuba**

A partir del año 1960 el flujo de turistas que arribaba a Cuba describió una tendencia a la reducción en razón de lo convulso que se tornó el clima en medio de un proceso político social. Durante estos años y primeros de los 70, el sector turístico cubano se dirigió fundamentalmente hacia el sector interno. Hecho que condicionó una estructura habitacional poco competitiva como producto internacional.

Se crea en 1994 el Ministerio del Turismo, a diferencia del organismo rector del turismo anterior, no administraría ninguna empresa directamente, sino que sus principales funciones serían de orientación, coordinación, apoyo, política, fiscalización y control. Por otra parte, se había aprobado en 1982, el Decreto-Ley No. 50 "Sobre asociación económica entre empresas cubanas y extranjeras" y en 1995 entra en vigor la Ley No. 77, "Ley de la inversión Extranjera", que trajo consigo la ampliación de la inversión con capital extranjero en la actividad turística principalmente. Creándose en este sector las diferentes Cadenas y Grupos, y las entidades que están destinadas al apoyo de estas, ya sea en transportación, abastecimiento, publicidad o comercialización, preparación, superación y suministro de la fuerza de trabajo, así como ofertas extrahoteleras o de opcionales.

Se puede establecer cuatro etapas de desarrollo del turismo en Cuba:

1) Etapa pre-revolucionaria, en la cual no existía la actividad turística. Solamente había pequeños hoteles de comerciales de ciudad y clubes privados para la recreación de grupos sociales.

2) Etapa de socialización de la recreación. Desde 1960 a 1978 se fueron transformando los lugares y las instalaciones privadas en públicas y se mejoraron las condiciones, además se crearon nuevas instalaciones.

3) Institucionalización e inicio de la actividad turística. Desde 1979 hasta 1987 construcción de nuevos hoteles en ciudades e instalaciones extra hoteleras, llegada así de los primeros grupos de extranjeros del Campo Socialista y de Norteamérica.

4) Inició del desarrollo turístico. Desde 1988 hasta la actualidad. Diferentes estudios y proyectos para el desarrollo del turismo internacional. Construcciones de nuevos hoteles en todo el país, surgimiento y ampliación de mercados, formación de destino turístico, construcción de aeropuertos y pedraplenes.

Para llevar adelante este desarrollo integral del turismo en Cuba se ha estructurado un sistema formado por entidades hoteleras y extrahoteleras, así como otras de carácter autónomo e independiente, que asumen funciones de apoyo al resto.

Las entidades hoteleras están integrada por: Cubanacán S.A, Gran Caribe, Gaviota, Islazul, Habaguanex, Comunidad Las Terrazas y el Grupo Empresarial Campismo Popular. Y entre las extrahoteleras se puede encontrar: Rumbos, Cubatur, Transtur, Turarte y Caracol.³³

Cuba se consolida como destino turístico a partir de un crecimiento acelerado del número de arribos e ingresos. En los años 90, la industria turística en Cuba alcanzó un papel central dentro de la economía del país.

La planta hotelera creció significativamente desde 1990 a razón de 7,5 por ciento, y en estos momentos aparecen 52 mil habitaciones en 334 hoteles, de ellos el 62 por ciento de cuatro y cinco estrellas. Existe una participación extranjera mediante

³³“Principales entidades turísticas”, [en línea] http://www.cuba.to/lecturas/entidades_turisticas-ideoma-esp.htm; [consultado 10 de octubre del 2010].

65 contratos de administración para 28 mil 854 habitaciones, mediante las compañías cubanas Cubanacán, Gran Caribe y Gaviota. Estos negocios incluyen a 13 cadenas hoteleras extranjeras, entre estas las españolas Sol Meliá, Iberostar, Riu, Barceló, Occidentales hoteles, Hoteles Blau y Hoteles C.

En materia de empleo, el turismo da trabajo a 110 mil personas, el 60 por ciento con nivel medio de enseñanza y 22,3 por ciento universitarios, con la tercera parte menores de 35 años, 42,8 por ciento de mujeres, y 31,5 por ciento de negros y mestizos. Este desarrollo facilita la economía del país, pese a que las barreras económicas de Estados Unidos contra Cuba desde 1961 afectaron con pérdidas en el sector por más de 22 mil millones de dólares. Solo en el Caribe, esta Isla no puede atender al 50 por ciento de los viajeros que llegan a esta área, por ser estadounidenses, con afectaciones en cruceros, viajes en yates y otras modalidades.

Los resultados anteriores muestran sin lugar a dudas que la industria del turismo se ha consolidado como un sector determinante en la economía del país, aportando ingresos de manera directa; además contribuye al desarrollo del país a través de la eficiente comercialización con elevadas utilidades, de un producto turístico autóctono, sustentable y competitivo internacionalmente.

- **En el destino “Jardines del Rey”.**

Situada al norte de la provincia de Ciego de Ávila, en la región central de Cuba, frente al canal viejo de Las Bahamas y protegido por la segunda barrera coralina más extensa del mundo, se encuentra la Cayería Jardines del Rey, la cual se une a la Isla mediante un pedraplén de 17 Km., de longitud, construido sobre las aguas poco profundas de la Bahía de los Perros. Sus 370 Km² de superficie y sus 21 Km. de playas vírgenes lo convierten en la cuarta extensión del archipiélago cubano. Dentro de este paraíso natural el hombre se ha dispuesto crear uno de los destinos turísticos más importantes del país debido a la explotación de 13 hoteles y un complejo hotelero.

La infraestructura de la industria del ocio en esa región muestra un dinámico crecimiento, con el objetivo final de llegar a superar las 20 mil habitaciones, a lo

cual se suma una moderna Terminal aérea, puertos, bases náuticas, parques naturales y por supuesto, programas de ecoturismo.

El principal de los islotes es Cayo Coco, el cual ocupa la cuarta posición en extensión en el archipiélago cubano, con un área de 370 km² y el atractivo adicional que ofrecen 22 kilómetros de excelentes playas, complementadas con una vegetación de manglares y cocoteros.

El desarrollo turístico en el destino no ha concluido aún, pues existe un proyecto de construir alrededor de 22 mil 350 habitaciones, de las cuales 16 mil 100 en Cayo Coco, 2 mil 850 Cayo Guillermo, 3 mil 150 Cayo Paredón y 250 en Antón Chico. Además no solo se ha expresado en un intenso proceso inversionista, sino también en un aumento de la cultura turística entre los nuevos trabajadores del sector, los mandos y directivos e incluso en profesionales y trabajadores de otros sectores que se relacionan con el turismo y la población.

- **Caracterización del hotel Tryp Cayo Coco.**

El objeto de esta investigación es el hotel Tryp Cayo Coco con categoría 4 estrellas plus, propiedad de la Empresa Mixta Paraíso Cayo Coco, que constituye objeto de estudio del presente trabajo, como accionistas presenta al grupo Cubanacán y la empresa extranjera Elastimanagement, B.V. El hotel Tryp Club Cayo Coco, propiedad de la empresa mixta Paraíso Cayo Coco, S.A.

Inició sus operaciones en diciembre de 1996, bajo la modalidad de contrato de administración con una sociedad de gestión extranjera. El contrato de administración fue suscrito por Paraíso Cayo Coco, S.A. con la sociedad portuguesa Ilha Bela Gestao e Turismo, Ltda (actual propiedad del grupo español Sol Meliá), quien asumió la administración desde el año 2000, mediante la adquisición de las acciones correspondientes al grupo Tryp.

El hotel Tryp Cayo Coco tiene 508 habitaciones distribuidas en edificios de 2 y 3 pisos, de ellas 6 son suites con aire acondicionado, baño completo, teléfono, T.V. vía satélite, mini frige y caja fuerte (sin cargo). Tabla de planchar, plancha. Con vista a jardín, piscina y mar. Capacidad máxima: 3 ó 2 adultos y 2 niños.

La estructura de dirección de la instalación se detalla de la siguiente forma: Director General, Director Residente, Subdirector Económico, Subdirector

Comercial, Subdirector de Alojamiento, Subdirector de A+B y Subdirector de Recursos Humanos.

La instalación tiene como actividad fundamental la comercialización del producto turístico Jardines del Rey en el extranjero, su misión plantea:

La prestación de servicios de excelencia, con una imagen cuatro estrellas plus, cuidando de un buen mantenimiento de las instalaciones propiciando la plena satisfacción del cliente.

La recepción, departamento encargado de la supervisión y el control de las entradas y salidas de los clientes, así como facilitarles toda la información necesaria, brinda otros servicios como: cambio de moneda según la tasa vigente y aceptación de pagos en tarjeta de créditos.

- **Estructura financiera en el hotel Tryp Cayo Coco.**

Para poder determinar la estructura financiera actual en el hotel Tryp Cayo Coco se utilizó 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.

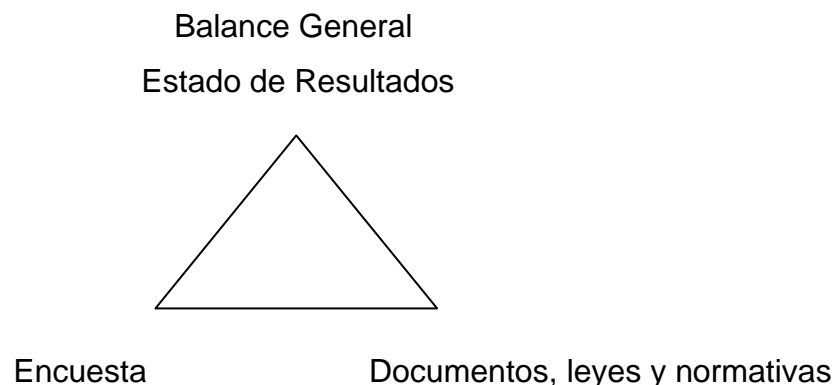


Fig. 1. Triangulación de fuentes de información.

Con la triangulación en la fuente de información se pudo diagnosticar el problema y además determinar qué factores están incidiendo en la estructura financiera hotelera, todo lo cual sirvió para el diseño del procedimiento. A continuación se expone los resultados.

- **Estructura financiera actual según Balance General.**

En realidad el hotel marcha sin dificultad en su gestión financiera a corto y largo plazo según se observa en su Estado de Resultados obteniéndose beneficios en el último año; de lo que se trata en la investigación es saber si puede mejorar la gestión en cuanto al financiamiento para lo cual se analiza el Balance General.

A continuación (tabla 1) se expresa la estructura financiera del hotel según Balance General para el año 2011. Ver anexo 2.1.1.

Tabla 1. Estructura financiera actual

Pasivo y Patrimonio	Importes	Por cientos
Pasivo Circulante	\$3162565,81	9,89%
Otros Pasivos	102912,83	0,32%
Patrimonio	28705105,48	89,79%
Total	\$31970584,12	100,00%

Fuente: Balance General del hotel, 2011.

Como se observa en la tabla 1, la estructura financiera actual del hotel Tryp Cayo Coco, está compuesta solo por el 9,89% (\$3162565,81) del Pasivo Circulante, dentro de estos el más representativo son las Cuentas por Pagar a Corto Plazo y los Cobros Anticipados, Otros pasivos no son significativos pues solo es del 0,32%, no siendo así en el caso del Capital que con un total de \$28705105,48 constituye el 89,79% dentro del Pasivo y Patrimonio.

Como se aprecia el hotel Tryp Cayo Coco no tiene en su estructura financiera préstamos ni a corto ni a largo plazo el mayor por ciento está representado por el patrimonio, las 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 2.1.2).

- **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 Tryp Cayo Coco específicamente a los del Departamento de Economía, una encuesta semiestructurada cuyo objetivo fue la de determinar los

factores relacionados con la estructura financiera que pueden contribuir a aumentar la rentabilidad financiera. Ver la encuesta en el anexo 2.1.3.

El Departamento de Economía de dicho hotel cuenta con 12 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 91.66% 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 12 encuestados existen sus diferencias de criterios, aunque hubo una gran correspondencia en muchos de ellos. En el anexo 2.1.4, tabla 2, se mencionan los elementos, expresados en cantidad de encuestados y por ciento de los criterios emitidos.

Del resultado se observa que según de los encuestados los elementos que más inciden en la estructura financiera del hotel son: Flujo de caja y arrendamiento de locales.

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 la 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 este?, 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 a la rentabilidad financiera del hotel?, un 75% de los encuestados hace referencia a que en el hotel no hay prestamista sin referirse a las Agencias, pero el resto, es decir un 25% 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 se tiene con suficiente tiempo el dinero en el flujo de caja.

En la interrogante número 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 a la rentabilidad financiera desde el punto de vista de la estructura financiera?, de los 12 encuestados solo un 8.33% 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 ven la necesidad de financiarse a través de los préstamos bancarios a corto y largo plazo, pero que no sea directamente el hotel sino a través de la empresa mixta contando con el dinero que obtienen de las operaciones en la temporada alta fundamentalmente, ven por lo tanto la posibilidad de determinar una estructura financiera óptima unido a la empresa mixta , entre otros aspectos, porque son propiedad de esta que es la que registra el capital y puede acceder a pedir los préstamos.

- **Factores relacionados con la Estructura Financiera según normativas.**

Al analizar en el capítulo uno, 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.

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 Ley77” Ley de la inversión Extranjera”, es del 30%, sobre la Utilidad Neta Imponible, por lo que en este caso el hotel 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.

El 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 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.

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.

2.2 Procedimiento para determinar la estructura financiera 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 explicado en el capítulo I, 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, y se puede aplicar a cualquier tipo de empresas, determinando el flujo de caja empresarial y para el estado.

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 métodos cubanos.

El procedimiento consta de varios supuestos:

1. El rendimiento económico es constante para cada rentabilidad, al considerar, niveles de Utilidades antes de Intereses e Impuestos (UAI) y Activos Totales (AT), conocidos, constantes y a perpetuidad.
2. Riesgo Económico constante, al ser constante la rentabilidad económica.
3. Horizonte temporal ilimitado.

Etapas del procedimiento (Ver Figura2):

1. Diagnóstico de la estructura financiera:
 - 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 financieras

2. Determinación de la estructura financiera:

- Razones de rentabilidad.

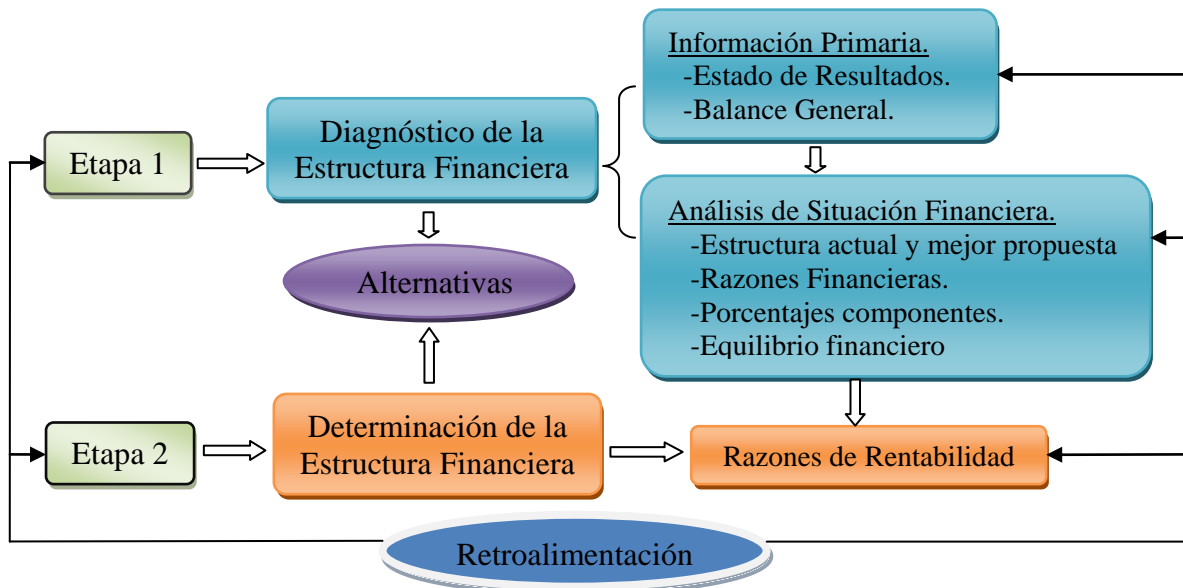


Fig. 2 Procedimiento para determinar la estructura financiera óptima en el hotel Tryp Cayo Coco.

Fuente: Elaboración propia.

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.
- Alternativas: se consideraran los supuestos del procedimiento para las tres alternativas y además se analizaran las variaciones en préstamos a corto y largo plazo, de la forma siguiente:
 - **Alternativa I:** corresponde a la situación actual del hotel.
 - **Alternativa II:** Se conceden préstamos a corto y a largo plazo para necesidad de financiamiento.
 - **Alternativa III:** 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: diagnóstico de la situación actual, constituye las entradas del procedimiento, tiene como objetivo analizar la situación actual del hotel y proponer las diferentes alternativas 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, se sigue el criterio de: (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:

$$\text{Endeudamiento} = FA/FP \quad (2.2.1)$$

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.

$$\text{Endeudamiento} = FA/FT \quad (2.2.2)$$

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.

$$\text{Autonomía} = FP/FT \quad (2.2.3)$$

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.

$$CD = PC/FA \quad (2.2.4)$$

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.

$$C_{devoluciónP} = \frac{UN + Gnd}{PR} \quad (2.2.5)$$

Donde; $C_{devoluciónP}$, 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 UAII genera la empresa por cada peso de interés por los préstamos a mediano y largo plazo, que reconoce la empresa.

$$RIG = \frac{UAII}{ImLp} \quad (2.2.6)$$

Donde: RIG, Rotación del interés ganado; UAII, 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.

$$RV = UAI/ventas \quad (2.2.7)$$

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 UAI del valor de los Activos Totales invertidos en la empresa, o cuántos pesos de UAI 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.

$$RE = UAI/AT \quad (2.2.8)$$

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

$$RF = UN/FP \quad (2.2.9)$$

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 Líquida=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.

- **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.

$$LG = AC/PC \quad (2.2.10)$$

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

1.3 a 1.5 ⇒ Correcto

Menor 1.3 ⇒ Peligro de suspensión de pago

Mayor 1.5 ⇒ 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.

$$LI = AC - \text{Inventario} / PC \quad (2.2.11)$$

Donde: LI, Liquidez inmediata

Entre 0.5 y 0.8 ⇒ Correcto

Menor que 0.5 ⇒ Peligro de suspensión de pago

Mayor que 0.8 ⇒ 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.

$$Solvencia = \text{Activo.Real} / FA \quad (2.2.12)$$

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 de acuerdo al tema de la tesis: estructura financiera óptima, esta 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, y este será el criterio que será utilizado.

Hasta aquí se explica la primera etapa del procedimiento de análisis.

La segunda etapa del procedimiento es la determinación de la estructura financiera: que corresponde a la estructura financiera óptima para el hotel, el objetivo de la misma es presentar de las diferentes alternativas planteados para dar cumplimiento a las etapas y los supuestos del procedimiento, cuál es el que manteniendo la rentabilidad económica constante ofrece mayor rentabilidad financiera el que mayor equilibrio financiero proporciona a la empresa mixta, mayor calidad de este, aunque no sea la mejor para la empresa.

El proceso de retroalimentación creara el procedimiento: con el objetivo de hacer las correcciones posibles y comenzar de nuevo el ciclo al diagnosticar la situación

financiera desde el punto de vista de la estructura y las dos partes: hotel y empresa mixta negociar la propuesta de financiamiento que beneficie a las dos partes.

Conclusiones del Capítulo II.

Con la triangulación de fuentes de información se desmintió que existen factores de la estructura financiera que no se están consultando en los hoteles de capital mixto, sobre la base de lo anterior se fundamenta un procedimiento que contribuye al aumento de la rentabilidad financiera y que conjuga los intereses del hotel y la empresa mixta para tomar decisiones de estructura de financiamiento.

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

Teniendo en cuenta la fundamentación teórica del capítulo uno, donde se fundamenta 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: Aplicar el procedimiento en el hotel Tryp Cayo Coco demostrando la viabilidad de este.

3.1 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, estos criterios fueron adoptados 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, solamente se trabaja con los criterios para implementar hasta el nivel de hotel, y otros que por su importancia involucra a la empresa mixta, por lo que además se presentan los diagramas de flujo de información para cada etapa analizada (uno y dos), la etapa tres es para la empresa mixta por lo que no es objetivo de esta tesis.

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 financieras.
 - Porcentaje componentes
 - Equilibrio financiero.

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 del hotel. Por lo tanto se definen las responsabilidades de las partes involucradas:

- El gerente económico de la instalación hotelera debe ser el responsable de entregar el balance general y estado de resultados de esta instalación a la empresa mixta en el tiempo establecido.
- El gerente financiero 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 gerente financiero del hotel 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 gerente financiero del hotel 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 de la empresa mixta.

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.

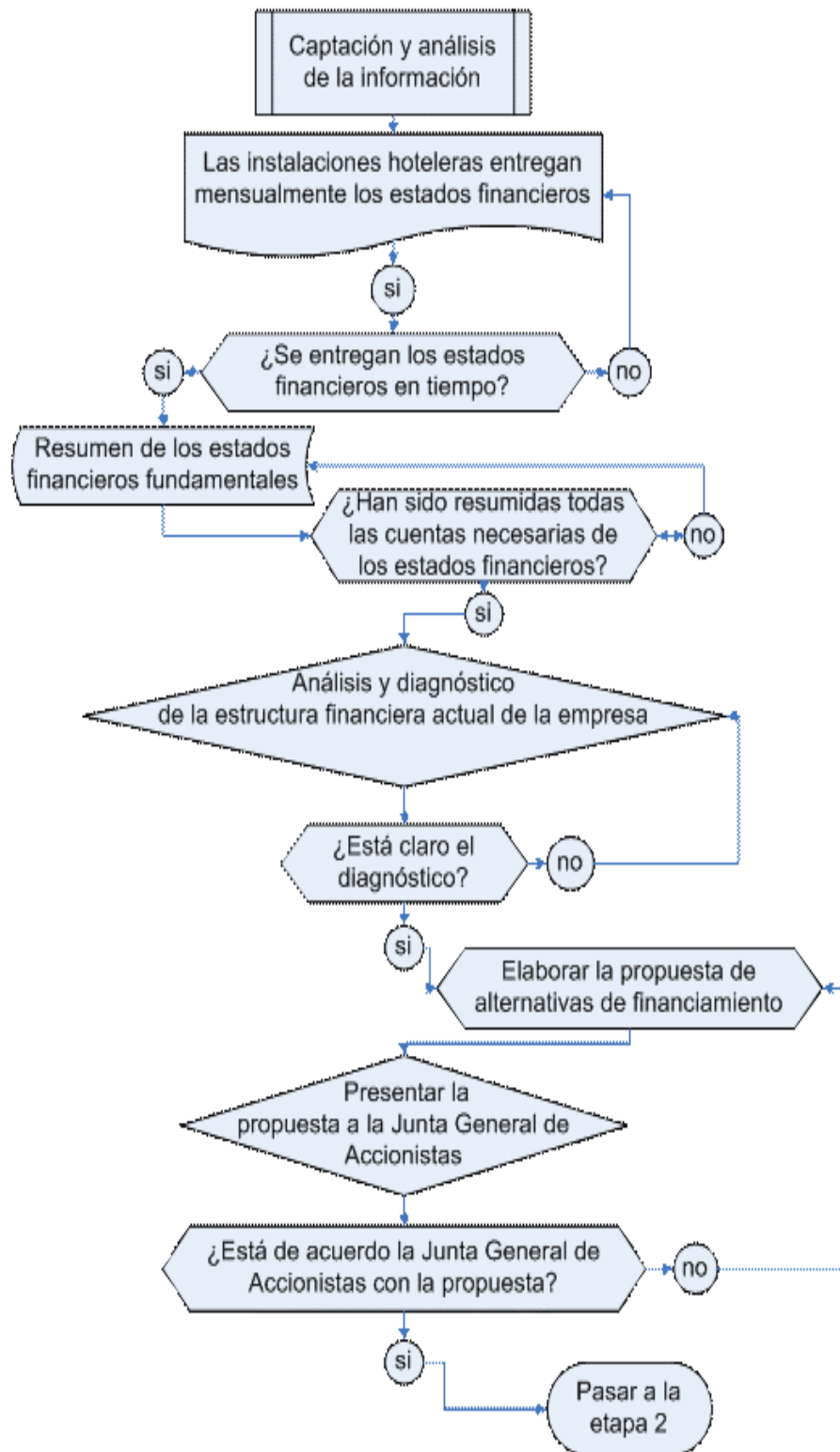


Fig. 1. Fuente: Tomado de Alarcón Armenteros A., Tesis de doctorado, 2008.

La etapa dos del procedimiento constituyen las salidas y es donde, 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 cual fueron creadas estas entidades en el país.

Para cumplir con el objetivo anterior se definen que:

- El gerente financiero del hotel 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 y el gerente del hotel deben ser los responsables de analizar la mejor alternativa para la entidad según esta etapa, que le sirva como elemento para la toma de decisiones.

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.

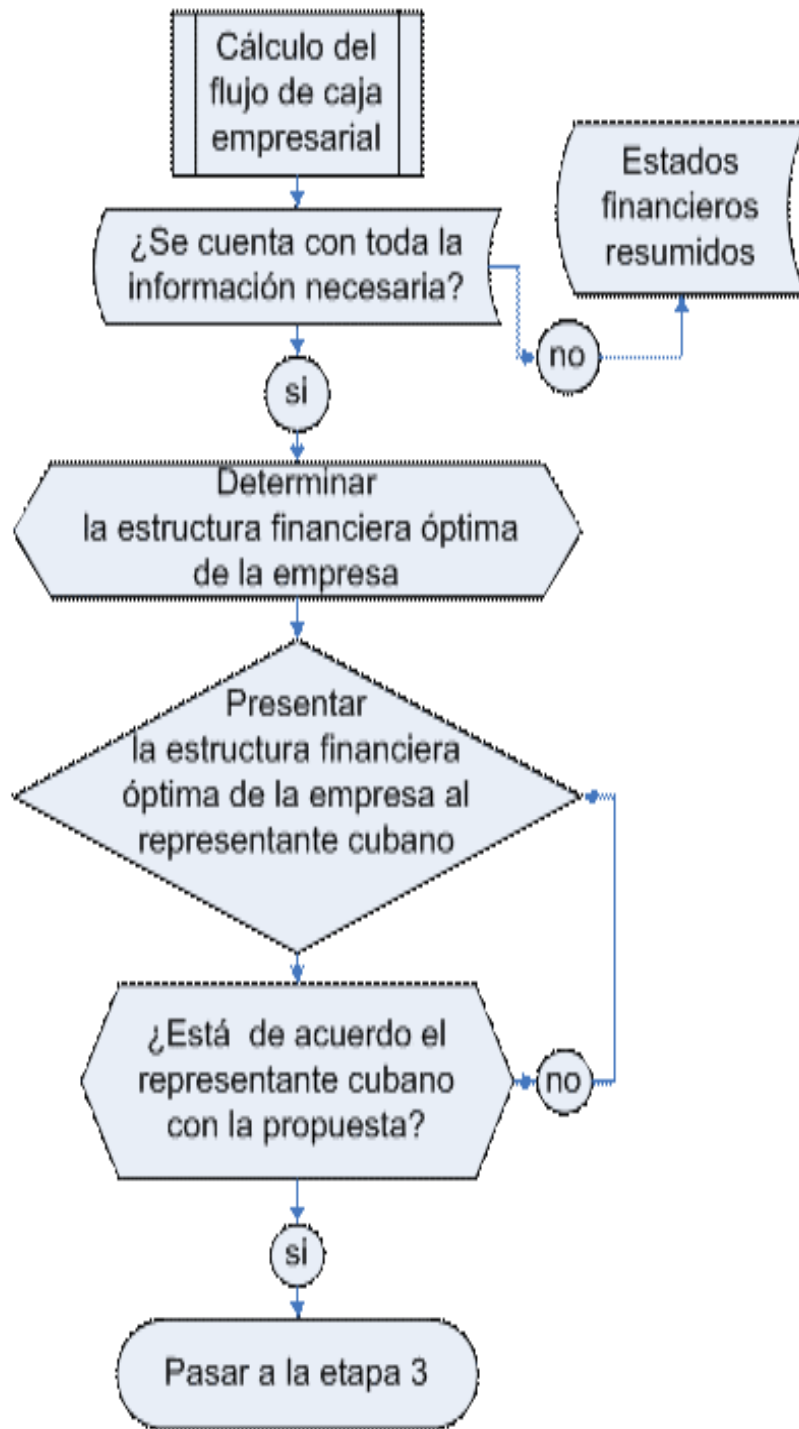


Fig. 2. Fuente: Tomado de Alarcón Armenteros A., Tesis de doctorado, 2008.

3.2 Aplicación del procedimiento en el Hotel Tryp Cayo Coco.

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.

A continuación se recuerdan las dos etapas del procedimiento propuestas en el capítulo II:

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.

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.

Alternativas: se consideraran los supuestos del procedimiento para las tres alternativas planteadas 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 Alternativa I, II y III (anexo 3.2.1), y la segunda, el Estado de resultado (anexo 3.2.2) para las tres alternativas, 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 cálculo tres (anexo 3.2.3), que constituye la propuesta.

En la tabla 1 se muestra el saldo que conforman las partidas fundamentales de cada uno de las alternativas a tener en cuenta en la aplicación del procedimiento propuesto tomado del balance general de la instalación objeto de estudio. (Ver anexo 3.2.1). A continuación se explican los resultados fundamentales:

Tabla 1: Balance General (Resumido)

Cuentas	Alternativas		
	I	II	III
Total de Activos	31.970.584,12	31.970.584,12	31.970.584,12
Activo Circulante	4.823.989,98	4.823.989,98	4.823.989,98
Activo Fijo	26.714.209,10	26.714.209,10	26.714.209,10
Otros Activos	432.385,04	432.385,04	432.385,04
Total de Pasivo y Patrimonio	31.970.584,12	31.970.584,12	31.970.584,12
Pasivo	3.265.478,64	3.765.478,64	3.765.478,64
Pasivo circulante	3.162.565,81	3.362.565,81	3.262.565,81
Pasivo a Largo Plazo	0,00	300.000,00	400.000,00
Otros Pasivos	102.912,83	102.912,83	102.912,83
Patrimonio	28.705.105,48	28.205.105,48	28.205.105,48

Fuente: Balance General del hotel, 2011.

Como se observa en la tabla 1 las alternativas quedaron conformadas de la siguiente forma:

-Alternativa I: corresponde a la situación actual del hotel, donde no existen préstamos a corto plazo, solamente Pasivo Circulante y el patrimonio.

-Alternativa II: Se conceden préstamos para necesidad de financiamiento, por un monto equivalente a 500 000 Dólares, los cuales se desglosan de la siguiente forma: a Corto Plazo por valor de 200 000 dólares a 5% de interés y 300 000 dólares a 6,5% de interés a Largo Plazo, en ambos casos anual.

-Alternativa III: Se conceden solo préstamos a corto plazo por 100 000 dólares a un interés del 5% anual y una inversión a largo plazo por valor de 400 000 dólares a 6.5% de interés.

A continuación se muestran en la tabla 2 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 al financiamiento propio:**

Tabla 2: Razones de Apalancamiento

Conceptos	Alternativas		
	I	II	III
Endeudamiento = FA / FP	0.11	0.13	0.13

Fuente: Aplicación del Procedimiento. Anexo 3.2.3

Cuando se calcula la razón de endeudamiento con relación a financiamiento propio se observa que en las alternativas existe un bajo riesgo (Menor que 1), de que se esté financiando el hotel con capital ajeno, en la alternativa I el hotel tiene \$0.11 de financiamiento ajeno por cada peso de financiamiento propio; en la II y III cuando se le incorporan los préstamos a corto y a largo plazo el hotel se mantiene con muy poca dependencia de financiamiento ajeno con solo \$0.13 por cada peso de financiamiento propio, lo que no es representativo ya que el riesgo en las tres alternativas cumple con los parámetros establecidos para que el mismo sea bajo. Se puede observar en el anexo 3.2.3.

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

Tabla 3: Razones de Apalancamiento

Conceptos	Alternativas		
	I	II	III
Endeudamiento = FA / FT	0.10	0.12	0.12

Fuente: Aplicación del Procedimiento. Anexo 3.2.3

En el cálculo del endeudamiento en relación al financiamiento total, se observa un bajo riesgo en las tres alternativas ya que cumplen con los parámetros de esta razón (menor que 0.40). En la alternativa I el hotel tiene \$0.10 pesos de financiamiento ajeno por cada peso de financiamiento total; así sucede con las dos alternativas restantes

pero con valores de \$0.12 respectivamente, es decir en los tres casos presenta bajo riesgo (menor que 0.40).

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. (Ver anexo 3.2.3)

- **Razón de autonomía:**

Tabla 4: Razones de Apalancamiento

Conceptos	Alternativas		
	I	II	III
Autonomía = FP / FT	0.90	0.88	0.88

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 bajo riesgo, ya que en las tres alternativas el valor cumple con los parámetros establecidos. En la alternativa I el hotel tiene \$0.90 de financiamiento propio por cada peso de financiamiento total que corresponde a un riesgo bajo (mayor que 0.60) y las alternativas: II y III tiene \$0.88 de financiamiento propio por cada peso de financiamiento total, por lo tanto representa un bajo riesgo para el hotel. (Ver anexo 3.2.3)

- **Calidad de la deuda:**

Tabla 6: Razones de Apalancamiento

Conceptos	Alternativas		
	I	II	III
Calidad de la Deuda = PC / FA	0.97	0.89	0.87

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; la alternativa III fue el menor de los dos restantes con \$0.87 de deuda a corto plazo por cada peso de deuda. (Ver anexo 3.2.3)

- **Capacidad de devolución de préstamos:**

Tabla 6: Razones de Apalancamiento

Conceptos	Alternativas		
	I	II	III
C devolución $P = UN + Gnd/ PR$	#DIV/0!	5.35	5.35

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 I, 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 II el hotel es capaz de autogenerar \$5.35 por cada peso de préstamos recibidos total (corto y largo plazo), al igual que para la alternativa III, lo que es positivo ya que cuanto mayor sea el valor de esta razón, más capacidad se tendrá para poder devolver los préstamos aunque este no es un monto muy significativo.

- **Rotación del interés ganado:**

Tabla 7: Razones de Apalancamiento

Conceptos	Alternativas		
	I	II	III
RIG = $U_{All} / Im/p$	#DIV/0!	40.42	38,46

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 I al no existir préstamos, sin embargo si utiliza la situación que se propone en la alternativa II el hotel genera \$40.42 pesos de UAll por cada peso de interés por los préstamos a mediano y largo plazo, y para la alternativa III \$38.46,

por lo que en los dos casos es mayor que 1, pero más alto para la alternativa II por lo que 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	Alternativas		
	I	II	III
RV = UAII / Ventas	7.80%	7.80%	7.80%

Fuente: Aplicación del Procedimiento. Anexo 3.2.3

En la razón de rentabilidad en ventas; en las tres alternativas el valor permanece constante es decir es de un 7.80% para la I, II y III, 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 está 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	Alternativas		
	I	II	III
RE =UAII / AT	3.73%	3.73%	3.73%

Fuente: Aplicación del Procedimiento. Anexo 3.2.3

En la rentabilidad económica se mantiene el mismo valor desde la alternativa I hasta la alternativa III al tener en cuenta los mismos supuestos que en la razón anterior, el valor es de un 3.73% 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 bueno a través de su gestión de activos. Ver en el anexo 3.2.3.

- **Razón de rentabilidad financiera:**

Tabla 10: Razones de Rentabilidad.

Conceptos	Alternativas		
	I	II	III
RF = UN / FP	4,33%	4,41%	4,41%

Fuente: Aplicación del Procedimiento. Anexo 3.2.3

La razón de rentabilidad financiamiento en las alternativas fueron de un 4.33% para la alternativa I, y para la II y III un valor de 4.41% respectivamente; es decir que la Utilidad Neta del hotel representa el 4.41% del financiamiento propio, el valor más alto, aunque esta sea una cifra muy poco significativa del Financiamiento propio ver anexo 3.2.3.

Además de las Razones de apalancamiento y rentabilidad se propone calcular el equilibrio financiero: condición de solvencia y liquidez siguiendo el criterio de que una empresa es líquida 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 Líquida=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 las tres alternativas propuestas porque sus Activos Circulantes son

mayores que los Pasivos Circulantes, pero además es solvente porque el Activo Real es mayor que los financiamientos ajenos, ver anexo 3.2.1 y 3.2.3.

- **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:**

Tabla 11: Razones de Liquidez.

Conceptos	Alternativas		
	I	II	III
LG = AC / PC	1.53	1.43	1.48

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 las tres alternativas propuestas cumple con los parámetros establecidos ya que se encuentran dentro del rango, con un valor de 1.53 para la I, 1.43 para la II y para la III es de 1.48, es decir que se mantiene, la cantidad de pesos de Activo Circulante que posee la empresa por cada peso de Pasivo Circulante, lo que hace que la alternativa II más riesgosa, situación que está determinada por la utilización del dinero ajeno, ver anexo 3.2.3, pero se calcularán la razón de liquidez inmediata y solvencia para ver que incide en este resultado.

- **Razón de liquidez inmediata:**

Tabla 12: Razones de Liquidez.

Conceptos	Alternativas		
	I	II	III
LI = AC - Inventario / PC	0.50	0.47	0.48

Fuente: Aplicación del Procedimiento. Anexo 3.2.3

La razón de liquidez inmediata en la alternativa I es de \$0.50 de Activo más líquido por cada peso de deuda a corto aplazo, en la alternativa II es de \$0.47 y en la III de

\$0.48 también. La primera alternativa cumple con los parámetros establecidos (0.5-08), es decir está correcta para la Empresa, y el resto de las alternativas II y III están en el parámetro menor que 0.50 lo que se observa un peligro de suspensión de pago. (Ver anexo 3.2.3).

- **Razón de Solvencia:**

Tabla 13: Razones de Liquidez.

Conceptos	Alternativas		
	I	II	III
Solvencia = Activo Real / FA	9.66	8.38	8.38

Fuente: Aplicación del Procedimiento. Anexo 3.2.3

Al aplicar la razón de Solvencia para las alternativas I, II y III la solvencia tiene un valor de \$9.66 y \$8.38 respectivamente del total de Activos Reales para solventar un peso de la deuda total respectivamente, es decir que la empresa tiene un peligro de tener ociosos, lo que corrobora el resultado anterior. (Ver anexo 3.2.3).

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	Alternativas		
	I	II	III
Condición de Riesgo FA/FP			
Estable entre $60 \equiv 40$			
Inestable fuera de $60 \equiv 40$			
Financiamiento Ajeno	10,21%	11,78%	11,78%
Financiamiento Propio	89,79%	88,22%	88,22%

Fuente: Aplicación del Procedimiento. Anexo 3.2.3

Se puede observar en el anexo 3.2.3, que para las tres alternativas el hotel no presenta estabilidad en su estructura financiera (es inestable), pues en las mismas se encuentra

fura de la relación $60\% \equiv 40\%$, el financiamiento propio sobrepasa el 80% en todos los casos, aunque se encuentre fuera de los parámetros establecidos, se puede aplicar las tres alternativas ya que está financiada casi totalmente por recursos propios y el porcentaje que representa el financiamiento ajeno es muy poco.

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 las diferentes alternativas presentadas al inicio, cuál es el que mayor rentabilidad financiera ofrece así como el que mayor equilibrio financiero proporciona a la empresa, y mayor calidad de éste.

Si se analizan los resultados anteriores, se puede decir que de las tres alternativas analizadas la mejor para el hotel según las condiciones presentadas sería la alternativa II donde presupone préstamos para la necesidad de financiamiento, por un monto equivalente a 500000 los cuales se desglosan en: a corto plazo por valor de 200000 dólares a 5% de interés y 300000 dólares a 6.5% de interés a largo plazo, en ambos caso anual.

Con esta alternativa se obtiene una rentabilidad económica del 3.73% y una rentabilidad financiera de 4.41%, que si bien ofrece los mismos resultados que la III desde el punto de vista de la rentabilidad financiera, la rotación del interés ganado es del \$40.42 mayor que la alternativa III por lo que el hotel genera mayor cantidad de utilidad antes de interés de impuesto (UAI) por cada peso de interés al conjugar los préstamos a corto y a largo plazo.

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 la I pues obtiene mayor Rentabilidad Financiera manteniendo constante los dos indicadores restantes.

Tabla 15: Razones de Rentabilidad Emp. Mixta.

Cuentas	Alternativas		
	I	II	III
RV = UAII / Ventas	7,80%	7,80%	7,80%
RE = UAII / AT	3,73%	3,73%	3,73%
RF = UN / FP	25,54%	24,91%	24,88%

Fuente: Aplicación del Procedimiento. Anexo 3.2.3

Por lo tanto la estructura financiera óptima para el hotel es: 9.89% de pasivo circulante, el 89.79% de patrimonio y otros pasivos con el 0.32%.

Tabla 16: Estructura financiera óptima del hotel según propuesta.

Cuentas	
Pasivo Circulante	10.52%
Pasivo a Largo Plazo	0.94%
Otros Pasivos	0.32%
Patrimonio	88.22%

Fuente: Anexo 3.2.4

Este resultado es el que se le debe presentar al representante cubano de la empresa mixta para negociar con la parte extranjera, como se explicó en las figuras 1 y 2 que se muestran en las páginas 47 y 49 respectivamente, cuando se llegue al acuerdo proseguía entonces al cálculo del flujo de caja del Estado, lo cual corresponde a la Empresa Mixta.

Conclusiones del capítulo III.

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 esta 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, dado por los resultados económicos-financieros que se observen.

CONCLUSIONES

1. Existen diferentes 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, combinado con los objetivos de la empresa mixta.
3. Se propone un procedimiento de análisis de la estructura financiera óptima coherente con las políticas económicas del estado cubano para hoteles de capital mixto.
4. Con la aplicación del procedimiento se logró conjugar los intereses del hotel y la empresa mixta en cuanto a la estructura financiera, contribuyendo al incremento de la rentabilidad financiera, por lo que se corrobora la hipótesis planteada.

RECOMENDACIONES

1. Aplicar el procedimiento propuesto en esta tesis con los resultados del hotel para el año 2013, con el fin de ir ajustando las posibles debilidades de este.
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 10 de febrero 2012].
2. ANÓNIMO,[en línea], <<http://www.definicion.org/estructura-financiera>>, [consultado el 23 de noviembre, 2011].
3. ANÓNIMO, [en línea],<http://www.icesi.edu.co/es/publicaciones/publicaciones/contenidos/84/jrivera_teoriasobreestcapi.pdf>,[consultado 23 de noviembre, 2011].
4. Actualización del sistema bancario y financiero nacional, Revista del BCC, enero-marzo 2003, año 6 No.1. ISSN 1560-795X.
5. ACUÑA G. LAURA - "Riesgo y Rentabilidad: Una relación que usted debe comprender",[enlínea],<http://209.85.165.104/search?q=cache:lsNcDAL_sB8J:www.sugeval.fi.cr/download/serinversionista/FeriaPonencias/LauraAcuna.pdf+relacion+riesgo-rendimiento&hl=es&ct=clnk&cd=1&gl=cu>, [consultado 7 de mayo del 2012].
6. Administración de Riesgos, [en línea], <<http://www.gestiopolis.com/canales2/finanzas/1/admonriego.htm>>, [22 de Enero 2012].
7. ALARCÓN ARMENTEROS, A., “Tesis en opción al grado de doctora en ciencias contables y financieras”, 2008.
8. ALARCÓN ARMENTEROS, A.D, “La estructura Financiera en las empresas estatales cubanas: el caso de Marina Júcaro”, Tesis en opción al grado de Máster en Finanzas, UH, 2001.
9. ALARCÓN ARMENTEROS, A., *et al.*,“La Estructura Financiera en entidades hoteleras de la provincia Ciego de Ávila”. Premio CITMA Provincial, Ciego de Ávila, 2005.
10. 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 2012].
11. BETANCOR A., “Estructura financiera de las empresas en Uruguay”, [en línea] <<http://www.bcu.gub.uy>>, [consultado el 14 de octubre 2011].
 12. BOLTEN STEVEN. E., “Administración Financiera”, Universidad de Houston. Editorial Limusa, S.A. de C.V., Grupo Noruego, 1996.
 13. BREALEY R. A., MYERS S. C., “Fundamentos de Financiación Empresarial”, Cuarta edición, McGraw Hill, España, 1993.
 14. CALVA MERCADO, ALBERTO., “Lo que todo ejecutivo debe saber sobre finanzas”, Editorial Grijalbo, SA de CV, 1996.
 15. CAMPOS. R. F.,”Turismo cubano, estabilidad y crecimiento en una misma estrategia”. <http://www.granma.cubaweb.cu/2011/07/05/nacional/artic11.html>.
 16. CASTRO RUZ, F., “Informe al V Congreso del PCC”, 1997.
 17. CASTRO RUZ, F., IV Congreso del PCC. Informe Central, 1991.
 18. CASTILLO A. - "Costos de quiebra", [en línea], <http://www.ayeuc.cl/Revista60/finanzas1_60.htm>, [consultado 17 de junio del 2012].
 19. CERVERA O. M., ROMANO A. J., “Análisis de los Estados Financieros.Rentabilidad”, [en línea]<<http://www.Contabilidad.tk.>>[consultado el 20 junio de 2011.]
 20. Costo de capital, [en línea], <<http://www.gestiopolis.com/canales/financiera/articulos/15/costocapital.htm>>, [consultadon14 diciembre 2011].
 21. DE LA OLIVA DE CON, F., “Selección y Valuación de Carteras”. Editorial Félix Varela, La Habana, 2001.
 22. DEL CARMEN DE ROJAS M.-"Contrastación de la Teoría del “Pecking Order”: El Caso de las Empresas Españolas", [en línea], <http://www3.uva.es/empresa/uploads/dt_08_04.pdf>, [consultado 13 de mayo del 2012].

23. Documentos de trabajo “nuevas tendencias en dirección de empresas”, [en línea], <http://www.uva.es/empresa_5>, [consultado el 11 de noviembre de 2011].
24. 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, 2012].
25. FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, L., “La estructura financiera óptima de la empresa: aproximación teórica”, [en línea], <<http://www.5campus.com>>, [consultado 20 de febrero 2012].
26. GITMAN.L., “Fundamentos de Administración Financiera”. Tomo I, editorial Félix Varela, 2006.
27. GITMAN.L., “Fundamentos de Administración Financiera”. Tomo II, editorial Félix Varela, 2006.
28. GÓMEZ, 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 2011].
29. GONZÁLEZ DURÁN N, Y TORRES ORTEGA K; “Tesis de Licenciatura en Contabilidad y Finanzas. Universidad de Ciego de Ávila”, Facultad de Ciencias Económicas, Junio, 2005 pág. 6
30. GONZÁLEZ JORDÁN, B., “Introducción a las decisiones financieras empresariales”, Parte I, CariFin, 1999.
31. 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, 2012].
32. KOELIG PINA D., Y PULIDO DEL RISCO Y; “Tesis de Licenciatura en Contabilidad y Finanzas”. Universidad de Ciego de Ávila Facultad de Ciencias Económicas, Junio, 2007 Pág. 22.
33. 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.

34. Lineamientos de la Política Económica y Social del Partido y la Revolución. 18 de Abril del 2011, Lineamiento 255, acápite IX Política para el Turismo pág. 33.
35. 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.
36. 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.
37. MASCAREÑAS J., “La Estructura de Capital Óptima”, Universidad Complutense de Madrid, [en línea], <<http://www.ucm.es>. > [consultado el 20 de febrero 2012].
38. MODIGLIANI F., MILLER M. H., “Corporate Income Taxes and the Cost of capital: a Correction”, American Review, June, 1963.
39. MOLINA ARENAZA E. H., “Estructura de capital y palanca financiera”, [en Línea], <<http://sisbib.unmsm.edu.pe>>,[Consultado el 22 de Noviembre 2009].
40. PULIDO, Y. “Tesis en Opción al título de máster en Gestión Turística”. Ciego de Ávila, diciembre de 2010, pág. 1
41. RAMÍREZ SOLANO, E., “Moneda, banca y mercados financieros. Instrumentos en países en desarrollo”, Editorial Pearson Educación, S.A. de C.V., México, 2001
42. 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 2011]
43. 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.

44. 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 2012].
45. RODRIGUEZ, J. "Teoría de la Agencia," [en línea], <http://www2.uah.es/estudios_de_organizacion/temas_organizacion/teor_organiz/teoria_agencia.htm>, [consultado 10 de junio del 2012].
46. ROSS, S.A. (1973): The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem; en: American Economic Review, Papers and Proceedings. 63: pp. 134-139.
47. ROZÍN, M. S., “Geografía Económica Contemporánea”. La Habana. Editorial Pueblo y Educación, 1997. Pág. 205.
48. SALLOM, C., 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 2011].
49. Sistema de Relaciones Financieras de las empresas estatales, Ministerio de Finanzas y Precios, Ciudad de la Habana, 19 de abril de 2004.
50. SUÁREZ A. S., “Decisiones Optimas de Inversión y Financiación en la Empresa”. Editorial. Pirámide, Madrid 1993.
51. Tablada C., “El pensamiento económico de Ernesto Che Guevara”, Ediciones Casas de las Américas, La Habana, 1987.
52. TRACEY RICHARDS C., “Trabajo de Diploma”, Universidad de la Ciego de Ávila, Departamento de Finanzas, Julio 2006.
53. WESTON J. F., BRIGHAM E. F., “Fundamentos de Administración Financiera”, Décima edición, McGraw Hill, México, 1994.
54. WESTON F., “Manual de administración financiera”, apalancamiento financiero 11, <www.falabella.com>,14th diciembre 2008.

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. 1.1

BALANCE GENERAL RESUMIDO 2011

Entidad: Hotel Tryp Cayo Coco

Criterio de Selección

Ejercicio: 2011, Hasta: Diciembre Configuración: Estado de Situación (Oficial)

Mostrar importes en: USD - DOLAR ESTADOUNIDENSE

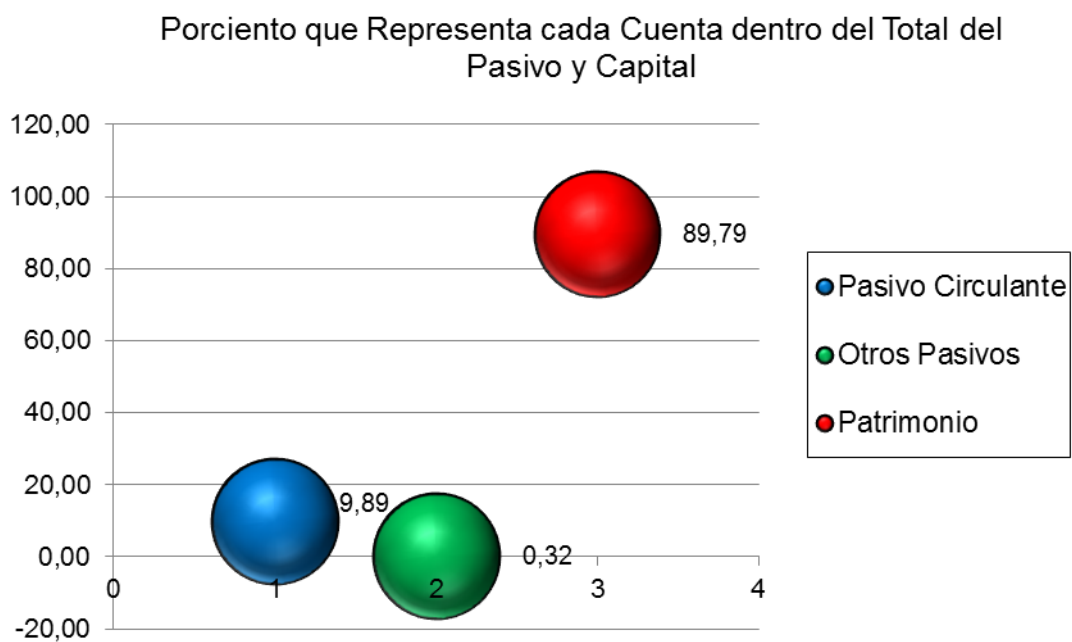
CUENTAS

ACTIVO		31970584,12	
ACTIVO CIRCULANTE			4823989,98
Efectivo en Caja			149676,88
Efectivo en Banco			225626,74
Cuentas por Cobrar a Corto Plazo			1150676,05
Pagos Anticipados a Suministradores			44396,52
Inventarios			3253613,79
ACTIVO FIJO			26714209,10
OTROS ACTIVOS			432385,04
TOTAL DEL PASIVO Y PATRIMONIO		31970584,12	
PASIVO		3265478,64	
PASIVO CIRCULANTE		3162565,81	
Cuentas por pagar a Corto Plazo	1081645,08		
Cobros Anticipados	1858881,83		
Nominas por Pagar	11010,47		
Provisiones para Gastos	211028,43		
OTROS PASIVOS			102912,83
Cuentas por Pagar Diversas	102912,83		
PATRIMONIO			28705105,48
Inversión Estatal			27512762,68
Utilidad Retenidas			1192342,80

Fuente: Balance General del hotel Tryp Cayo Coco Año 2011

Anexo 2.1.2

Estructura Financiera actual del hotel Tryp Cayo Coco del año 2011.



Fuente: Construido por la autora a partir del Balance General del hotel Tryp Cayo Coco en el año 2011.

Anexo 2.1.3

Encuesta aplicada al personal del Departamento Económico

Encuesta

Con motivo a la investigación que se esta llevando a cabo acerca del estudio de la Estructura Financiera del hotel, le pedimos su cooperación mediante la realización de esta encuesta cuyo objetivo es determinar los factores relacionados a la estructura financiera que intervienen en el flujo de caja del hotel, por lo que le estaremos muy agradecidos por la ayuda que nos pueda brindar para que la investigación sea satisfactoria.

1. ¿Es posible determinar la estructura financiera en el hotel?

Si_____ No_____

2. ¿Qué elementos intervienen en la Estructura Financiera actual del hotel?

3. En caso de necesidad de financiamiento para nuevas inversiones ¿Qué hace el hotel?:

_____ Pedir préstamo bancario.

_____ Acudir a la dirección de la empresa mixta.

_____ Otros: ¿Cual?

4. ¿Es recomendable la utilización del préstamo bancario para los hoteles de capital mixto?

Si_____ No_____ ¿Por qué? _____

5. ¿Cómo afecta la estabilidad en las ventas del hotel a la Estructura Financiera de este?
6. ¿Cómo afecta las actitudes de los prestamistas y de las Agencias a la rentabilidad financiera del hotel?
7. ¿Cómo afecta la condición interna del hotel a la Estructura Financiera de este?
8. ¿Qué otros factores considera usted que afectan a la rentabilidad financiera desde el punto de vista de la Estructura Financiera?

Anexo 2.1.4

Elementos que inciden en la Estructura Financiera del hotel

Tabla 2. Criterios de los encuestados

Elementos	Cantidad	Por ciento
Flujo de caja	6	14.28%
Arrendamiento de locales	6	14.28%
Depreciación de Activos	4	9.52%
Ingresos extras	4	9.52%
Ingresos activos tangibles	3	7.14%
Ingresos Canje	3	7.14%
Cuentas por Pagar	3	7.14%
Costos y gastos (Operativos y Generales)	3	7.14%
Posibles tarifas para ventas futuras	3	7.14%
Financiamiento recibido de los propietarios destinados a inversión	2	4.8%
Valor	1	2.38%
Riesgo	1	2.38%
Rendimiento	1	2.38%
Capacidad del trabajo y perfil del hotel	1	2.38%
Posibles ventas departamentales (Otros Ingresos)	1	2.38%
Total	42	100%

Fuente: Encuesta realizada a los trabajadores del departamento de Economía del hotel

Anexo 3.2.1

BALANCE GENERAL 2011

CUENTAS	ALTERNATIVAS		
	I	II	III
TOTAL DE ACTIVOS	31.970.584,12	31.970.584,12	31.970.584,12
ACTIVO CIRCULANTE	4.823.989,98	4.823.989,98	4.823.989,98
Efectivo en Caja	149676,88	149676,88	149676,88
Efectivo en Banco	225626,74	225626,74	225626,74
Cuentas por Cobrar a Corto Plazo	1150676,05	1150676,05	1150676,05
Pagos Anticipados a Suministradores	44396,52	44396,52	44396,52
Inventarios	3253613,79	3253613,79	3253613,79
ACTIVO FIJO	26.714.209,10	26.714.209,10	26.714.209,10
OTROS ACTIVOS	432.385,04	432.385,04	432.385,04
TOTAL DEL PASIVO Y PATRIMONIO	31.970.584,12	31.970.584,12	31.970.584,12
PASIVO	3.265.478,64	3.765.478,64	3.765.478,64
PASIVO CIRCULANTE	3.162.565,81	3.362.565,81	3.262.565,81
Cuentas por pagar a Corto Plazo	1.081.645,08	1.081.645,08	1.081.645,08
Anticipos Recibidos o Cobros Anticipados	1.858.881,83	1.858.881,83	1.858.881,83
Nóminas por Pagar	11.010,47	11.010,47	11.010,47
Préstamos a Corto Plazo	-	200.000,00	100.000,00
Provisiones para Gastos	211.028,43	211.028,43	211.028,43
PASIVO A LARGO PLAZO	0,00	300.000,00	400.000,00
Préstamos a Largo Plazo	0,00	300.000,00	400.000,00
OTROS PASIVOS	102.912,83	102.912,83	102.912,83
Cuentas por Pagar Diversas	102.912,83	102.912,83	102.912,83
PATRIMONIO	28.705.105,48	28.205.105,48	28.205.105,48
Capital Aportado	27.512.762,68	27.012.762,68	27.012.762,68
Utilidad del Período	1.192.342,80	1.192.342,80	1.192.342,80

Fuente: Balance General Oficial del hotel Tryp Cayo Coco. Año 2011.

Anexo 3.2.2

ESTADO DE RESULTADOS 2011

UM: Dólares	ALTERNATIVAS		
DESCRIPCIÓN	I	II	III
Ingresos:			
Total de Ingresos	15.289.708,94	15.289.708,94	15.289.708,94
Costos y Gastos:			
TOTAL DE COSTOS Y GASTOS	12.235.365,40	12.235.365,40	12.235.365,40
 GOP	3.054.343,54	3.054.343,54	3.054.343,54
Honorarios de Administración Incentivos	-	-	-
RESULTADOS DESPUÉS DE HONORARIOS	3.054.343,54	3.054.343,54	3.054.343,54
Gastos Fijos	1862000,80	1862000,80	1862000,80
TOTAL DE GASTOS FIJOS	1862000,80	1862000,80	1862000,80
Gastos de Años Anteriores	-	-	-
Ingresos de Años Anteriores	-	-	-
RESULTADO NETO PARA EL HOTEL (UAI)	1.192.342,74	1.192.342,74	1.192.342,74
Intereses a Mediano y a Largo Plazo	0,00	29.500,00	31.000,00
Resultado después de Intereses	1.192.342,74	1.162.842,74	1.161.342,74
Impuestos 30%	357.702,82	348.852,82	348.402,82
RESULTADO NETO EMPRESA MIXTA (UN)	834.639,92	813.989,92	812.939,92

Fuente: Estado de Resultado Oficial del hotel Tryp Cayo Coco. Año 2011

Anexo 3.2.3

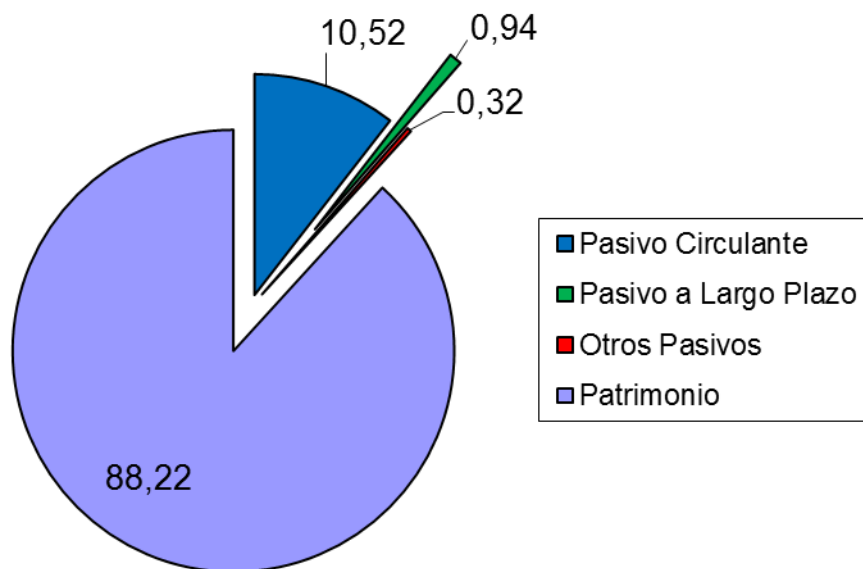
CONCEPTOS	ALTERNATIVAS		
	I	II	III
Activo Total (AT)	31.970.584,12	31.970.584,12	31.970.584,12
Utilidad ante Intereses de Impuestos (UAI)	1.192.342,74	1.192.342,74	1.192.342,74
Razones de Apalancamiento			
Endeudamiento = FA / FP	0,11	0,13	0,12
Endeudamiento = FA / FT	0,10	0,12	0,11
Autonomía = FP / FT	0,90	0,88	0,89
Calidad de la Deuda = PC / FA	0,97	0,89	0,97
C devolucón P = UN + Gnd/ PR	#¡DIV/0!	5,35	26,93
RIG = UAI / Im/p	#¡DIV/0!	40,42	238,47
Razones de Rentabilidad			
RV = UAI / Ventas	7,80%	7,80%	7,80%
RE = UAI / AT	3,73%	3,73%	3,73%
RF = UN / FP	4.33%	4.41%	4.41%
Equilibrio Financiero			
Liquida = AC > PC	<i>si se cumple</i>	<i>si se cumple</i>	<i>si se cumple</i>
Solvente = (AC+AF) > (PC+PLP)	<i>si se cumple</i>	<i>si se cumple</i>	<i>si se cumple</i>
Razones de Liquidez			
LG = AC / PC	1,53	1,43	1,48
LI = AC - Inventario / PC	0,50	0,47	0,48
Solvencia = Activo Real / FA	9,66	8,38	8,38
Calidad del Equilibrio			
Condición de Riesgo FA/FP			
Estable entre 60 ≡ 40			
Inestable fuera de 60 ≡ 40			
Financiamiento Ajeno	10,21%	11,78%	11,78%
Financiamiento Propio	89,79%	88,22%	88,22%
Razones de Rentabilidad Emp.mixta			
RV = UAI / Ventas	7,80%	7,80%	7,80%
RE = UAI / AT	3,73%	3,73%	3,73%
RF = UN / FP	25,54%	24,91%	24.88%

Fuente: Construido por la autora a partir de la propuesta del procedimiento según las alternativas planteadas en el hotel Tryp Cayo Coco. Año 2011.

Anexo 3.2.4

ESTRUCTURA FINANCIERA ÓPTIMA PARA EL HOTEL SEGÚN PROPUESTA

Porcentaje que Representa cada Cuenta dentro del Total del Pasivo y Capital



Fuente: Construido por la autora según las alternativas planteadas en el hotel Tryp Cayo Coco en el año 2011.