

Un recuento de los principales estudios sobre estructura de financiamiento y las empresas mixtas hoteleras cubanas

A retelling of the main studies about financing structures and Cuban hotel joint enterprises

MSc. Adelfa Dignora Alarcón Armenteros alarcon@economia.unica.cu, MSc. Sahyly Cotelo Armenteros, Dr. C. José Carlos Hernández Companioni. Universidad de Ciego de Ávila.
Dr. C. Maricela Victoria Reyes Espinosa. Universidad de la Habana.
Ing. Raúl Gutiérrez Torres. Empresa de Transporte y Comercialización GECons, Ciego de Ávila.

Resumen

Abstract

Existen varias indagaciones sobre la estructura de financiamiento empresarial, que definen teorías y métodos acerca de esta temática tan controvertida. Desde los estudios de Modigliani y Miller y los tradicionales, hasta las teorías actuales, todas coinciden en señalar la existencia de factores que intervienen en el tema. El artículo analiza primeramente: el costo, el riesgo y el rendimiento en la estructura financiera, en segundo lugar, estudia las posiciones extremas, y teóricas clásicas así como la clasificación más actual y algunos apuntes modernos sobre la temática, posteriormente se explican los estudios realizados en Cuba para encontrar una estructura financiera óptima en el sector estatal de la economía, y la posibilidad de su aplicación en sectores emergentes como lo es el turismo, donde existen diferentes tipos de propiedad, por lo tanto, el objetivo de la investigación es: Identificar los factores que intervienen en los estudios de estructura financiera y su aplicación en las empresas mixtas hoteleras cubanas.

There are several investigations on the structure of entrepreneurial financing which define theories and methods on this controversial subject matter. Since Modigliani's and Miller's studies to the present-day traditional theories. All of them coincide in that factors that intervene in the theme exist. Taking the above into account, cost is analyzed first together with the performance in the financial structure, secondly the extreme positions are examined, and classical theoreticians as well as the most present-day classification and some modern jottings on the subject matter, at a later time the studies that have come true in Cuba to find an optimal financial structure in the public sector of economy all explain by themselves, and the possibility of application of these at emerging sectors as Tourism is it, where exists proprietary different kinds, therefore, the objective of work is: Identifying the factors that intervene in the studies of financial structure appraising the application of these in the hotel mixed enterprises Cubans.

Palabras clave: Costo de capital, estructura financiera, rentabilidad económica, riesgo económico, riesgo financiero.

Key words: Cost of capital, financial structure, economic profitability, financial risk, cost-reducing risk.

El costo, el riesgo y el rendimiento en la estructura financiera de la empresa

Muchos problemas en las finanzas modernas están aún sin resolver, según Brealey y Myers (1993), diez son, a los que no se les ha encontrado una respuesta exacta y acabada, uno de ellos el número

siete nos conduce a la interrogante ¿Cómo podemos explicar la estructura financiera? Al referirse al tema, Mascareñas (2004: 4), plantea: “[...] la estructura financiera es la combinación de todas las

fuentes financieras de la empresa, sea cual sea su plazo o vencimiento". Es decir, este estudio abarca todas las partidas del pasivo en el balance general.

Las fuentes de financiamiento para su análisis se dividen en dos grupos, recursos propios y ajenos. Los primeros son los que fueron puestos a disposición de la empresa cuando esta se constituyó y en principio este no tiene que ser reembolsado; los segundos son los fondos prestados por elementos exteriores a la empresa. Existen diferentes definiciones sobre la combinación óptima de estos fondos, ya sean a corto o largo plazos. Weston y Brigham (1995: 475) plantean: "La óptima estructura financiera es la que logra un equilibrio entre el riesgo y el rendimiento y por tanto maximiza el precio de la acción". Este autor no difiere de otros consultados y se refiere a maximizar el valor de la empresa expresado en el precio de sus acciones; sin embargo, para los negocios que no cotizan en bolsa de valores, como son los de turismo, la estructura financiera óptima será aquella combinación entre todas las fuentes de financiamiento empleadas que logre el máximo de rentabilidad financiera, o minimice el costo.

Como se aprecia, a cada fuente de financiamiento se le asocia un costo, por lo que se pueden analizar cada una de ellas de forma independiente en relación a este; pero también todos se interrelacionan en uno solo, que se le denomina costo total o costo medio ponderado de capital o de financiamiento para la empresa. Es decir, el costo de capital, se refiere a la suma ponderada del costo de financiarse con el dinero de los proveedores, de otros acreedores, de los recursos bancarios y no bancarios, de las aportaciones de los accionistas y de las utilidades retenidas.

Siempre el uso de una u otra fuente supone además de un costo, un rendimiento diferente. Inciden en la estructura financiera, el rendimiento económico y el financiero.

El rendimiento financiero¹ 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):

$$R_F = UN/FP \quad (1)$$

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

¹ El rendimiento financiero y la rentabilidad del capital propio, ROE (Return on equity), solo coinciden si la empresa no cotiza en bolsa.

A partir de esta ecuación se hace necesario determinar los factores con los cuales se relaciona la rentabilidad financiera y que son indispensables para el análisis, en primer lugar, esta depende de la relación entre recursos ajenos y propios o el ratio de endeudamiento de la empresa (leverage L):

$$L = D/FP \quad (2)$$

Donde: D= Deuda o recursos ajenos. Al endeudarse la empresa incurre en un costo, que antes de impuestos se expresa como: K_D

En segundo lugar, la rentabilidad financiera se relaciona con el rendimiento económico (RE), que es el rendimiento obtenido por todas las inversiones de la empresa. Se le conoce en la literatura especializada, como la rentabilidad económica² o del activo (ROA -Return on assets-) y también como ROI -Return on investments-. Se calcula por la siguiente expresión (Molina, 2002):

$$R_E = UAI/AT \quad (3)$$

Donde: UAI= Utilidades antes de Intereses e Impuestos; AT: Activos Totales.

Puede expresarse entonces la relación entre la rentabilidad financiera (R_F), la rentabilidad económica (R_E), el costo de la deuda (K_D), y el ratio de endeudamiento su cálculo es:

$$R_F = R_E + [R_E - K_D] \cdot L \quad (4)$$

Por lo general, un aumento de la rentabilidad del negocio lleva consigo mayor riesgo. (Mascareñas, 2005), señala que este es la variabilidad asociada con una corriente de beneficios esperados por el inversor, analizando el riesgo económico y financiero como los fundamentales que influyen sobre los beneficios de la empresa, coincidiendo con esta definición, otros autores consultados (Suárez, 1993; Weston y Brigham, 1995; Bolten, 1996; González J, 1999; De la Oliva, 2001). Asumiendo esta clasificación, el riesgo de una inversión se calcula a través de la desviación estándar, que mide la dispersión de una variable con respecto a su valor medio o valor esperado.

Riesgo económico: Se calcula en base a la desviación típica de la rentabilidad económica $\sigma[R_E]$, es decir, por la relación entre la desviación típica de la Utilidad en Operaciones o Utilidad antes de Intereses e Impuestos esperadas σUAI y el valor total de

² El ROA (rentabilidad del activo o económica) y el rendimiento económico, sólo coinciden si la empresa no cotiza en bolsa.

los Activos de una empresa AT. Previamente se debe calcular la varianza del riesgo económico.

Riesgo financiero: muestra la variabilidad de las utilidades esperadas por los dueños de la empresa, es decir, la esperanza de un aumento del rendimiento de los accionistas producto de un aumento del endeudamiento. Se calcula obteniendo la desviación típica del rendimiento financiero RF , para lo cual se debe alcanzar previamente la varianza del mismo.

Los inversionistas en mercados líquidos además de tener en cuenta la relación riesgo-rendimiento a nivel de empresas, les interesa conseguir los mayores rendimientos con el mínimo de riesgo en ese mercado y para lograrlo forman carteras de valores, diversificando el riesgo de los activos.³

•La estructura financiera en la empresa

Existe polémica sobre la determinación de una estructura financiera para la empresa desde el punto de vista teórico; este tema comenzó su desarrollo con los primeros estudios de Durand et al., en 1952, los seguidores de esta teoría son considerados tradicionales, en 1958 surge la teoría de MM, contrapuesta a la que ya existía, esta debe su nombre a sus fundadores Franco Modigliani y Merton Miller.

-La teoría tradicional de la estructura financiera

La teoría tradicional sobre la estructura financiera propone la existencia de una determinada combinación entre recursos propios y ajenos que define la EFO (estructura financiera óptima). Esta teoría puede considerarse intermedia entre la posición RE (resultado de la exploración) y RN (resultado neto). Durand en 1952 publicó un trabajo donde defendió la existencia de una determinada EFO en base a las imperfecciones del mercado. La teoría tradicional no tiene un basamento teórico riguroso; pero ha sido defendida por empresarios y financieros, sin olvidar que la EFO depende de varios factores, como: el tamaño de la empresa, el sector de la actividad económica y la política financiera de la empresa; el grado de imperfección del mercado y la coyuntura económica en general.

-Teoría de Modigliani y Miller (MM)

Los planteamientos anteriores sirvieron de base a Modigliani y Miller para enunciar una teoría sobre la estructura de capital en 1958, donde suponen que el costo del capital medio ponderado y el valor de la empresa son totalmente independientes de la composición de la estructura financiera de la empresa;

por tanto se contraponen a los tradicionales. MM parten de varios supuestos y argumentan su teoría a través de tres proposiciones.

Proposición I: "El valor de la empresa se refleja en la columna izquierda de su balance a través de los activos reales; no por las proporciones de títulos de deuda y capital propio emitidos por la empresa". Según esta proposición la política de endeudamiento de la entidad no tiene ningún efecto sobre los accionistas, por lo tanto el valor total de mercado y el costo de capital de la empresa son independientes de su estructura financiera.

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

Proposición III: "La tasa de retorno requerida en la evaluación de inversiones es independiente de la forma en que cada empresa esté financiada". Esta proposición es un corolario de las dos anteriores, o sea que cualquier empresa que trate de maximizar la riqueza de sus accionistas realizará solamente aquellas inversiones cuya tasa interna de rentabilidad sea al menos igual al costo de capital medio ponderado, independientemente del tipo de recurso utilizado en su financiación.

Además de estos estudios clásicos existen otras posiciones que son necesarias analizar por la importancia de sus aportes al tema investigado.

-La posición del resultado de explotación RE y del resultado neto RN

La estructura financiera se relaciona con el valor de la empresa. En cuanto a la forma de analizar este aspecto, existen dos posiciones extremas. La posición del resultado neto RN, y la posición del resultado bruto o de explotación RE (Suárez, 1993).

La posición RN plantea que cuanto más se endeude la empresa, mayor será su valor de mercado, y lograría maximizar su valor con una estructura financiera formada en su totalidad por deuda, lo cual es irreal porque las empresas necesitan un mínimo de recursos propios por razones funcionales y además al carecer de neto patrimonial los acreedores no estarían dispuestos a conceder crédito, por lo tanto es más teórica que práctica.

³ Consultar De la Oliva De Con, F., 2001. "Selección y Valuación de Carteras". Edit. Félix Varela. La Habana. Pág. 35.

Para la posición RE, no existe una estructura financiera óptima, ya que toda composición del pasivo es igualmente válida y conduce a los mismos resultados, por lo tanto, las decisiones de financiación son totalmente irrelevantes. Las economías que se conseguirían al financiarse con deuda, de costo inferior al de capitales propios, se desvanecen porque al aumentar el riesgo financiero los accionistas exigirían una mayor rentabilidad sobre sus acciones.

Estos primeros estudios son más teóricos que prácticos, y fueron planteados para condiciones económicas diferentes a las que operan las empresas mixtas hoteleras cubanas.

• **La incidencia de los costos de insolvencia y los impuestos sobre utilidades en la estructura financiera**

Los costos de insolvencia y los impuestos sobre utilidades, son dos elementos que inciden en las operaciones de las empresas y por su relevancia los tendrá presentes para determinar una estructura financiera óptima. La insolvencia financiera puede ser definitiva (legal) o provisional (técnica) y se produce cuando los acuerdos se rompen o se incumplen con dificultad. Si la empresa aumenta su endeudamiento, debe prometer más a los acreedores lo que, a su vez, aumenta la probabilidad de insolvencia y el valor de su costo. El resultado es una reducción del valor de mercado de la empresa. Investigaciones sobre el tema demuestran que son los costos de insolvencia los que determinan que el grado de endeudamiento no rebase determinado límite y exista una estructura financiera óptima.

Los modelos iniciales de MM, suponen un mercado perfecto de capitales, sin considerar que una de las mayores imperfecciones está en los impuestos que pagan las empresas. En 1963 la Proposición I de Modigliani y Miller fue corregida, por estos, al señalar que la renta media anual antes de intereses y neta de impuestos se haya integrada, por dos componentes de distinta naturaleza:

-UAII (1-T); que es una renta incierta pues las utilidades antes de intereses e impuestos (UAII), es la esperanza matemática de una variable aleatoria subjetiva.

-TKDD; que es una renta segura pues constituye el ahorro de impuestos que obtiene la empresa al pagar intereses.

• **Modelos actuales sobre estructura financiera**

En la actualidad los estudios de estructura financiera se pueden agrupar en tres enfoques de investigación (López, 2004): Trade off o equilibrio estático. Defienden esta teoría (Baxter ,1967, Kraus y

Litzenberger (1973), Scout,1977 y Kim 1978), La teoría de Agencia. Son representantes de esta (Jensen y Mecklig, 1976; Myers, 1997) y Costo que genera la información asimétrica, este enfoque de investigación deviene en dos teorías: La teoría de señales y la teoría de Pecking Order (TPO) o de Selección Jerárquica. La primera, defendida por (Ross, 1977; Lelard y Pyle, 1977). La segunda protagonizada por (Stewart Myers, 1984; Myers y Majluf, 1984; Fama y Frech, 2001), con sus estudios sobre los costos de información asimétrica. Esta última clasificación es una de las más analizadas en la literatura financiera, que da un orden jerárquico a las fuentes de financiamiento a las cuales tienen acceso los negocios y así buscar una solución a los problemas de estructura financiera actual tanto para las grandes, como para las pequeñas y medianas empresas (PyMes).

En la práctica empresarial mundial asimismo se ha tratado de llegar a la elevación de la eficiencia en el uso de las fuentes de financiamiento a través de dos métodos que sintetizan la búsqueda de la estructura financiera óptima (Reyes, 2001):

-Utilidades antes de intereses e impuestos -Utilidades por acción (UAII-UPA).

-Utilidades antes de intereses e impuestos -Rentabilidad Financiera (UAII - RF).

El método UAII-UPA es el más utilizado en empresas accionarias; su esencia está en comparar varias alternativas de financiamiento suponiendo constante las Utilidades antes de Intereses e Impuestos, a un determinado costo fijo financiero de cada una de ellas, la mejor alternativa para la empresa será aquella que ofrece mayores Utilidades por Acción, a partir del punto de indiferencia, lo que conlleva a maximizar el valor de la empresa o maximizar la ganancia de los dueños.

Reyes (2001: 26) plantea: "Este método es muy extendido en la práctica pero presenta dos problemas a los que no ofrece solución". No resuelve la determinación de la estructura financiera óptima en empresas que no son accionarias y su punto de partida son las utilidades contables, que no exactamente se corresponden con la disponibilidad de efectivo de la empresa.

La esencia del método UAII-RF, es la misma que el anterior, manteniendo constante las utilidades antes de intereses e impuestos y comparando diferentes alternativas para determinar cuál de ellas maximiza la rentabilidad financiera para la empresa, manteniendo los mismos supuestos, por lo que elimina el primer problema al poderse aplicar en empresas de cualquier tipo de propiedad; pero el segundo queda aún sin resolver.

Los métodos y teorías actuales no se aplicarían en su forma original para las empresas mixtas hoteleras cubanas dados sus propios postulados y sus desventajas analizadas.

En Cuba se ha investigado sobre la temática, (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, determinar 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 (UAI_{ADI}), se considera además que la depreciación no es una salida de efectivo para la empresa y variaciones en el capital de trabajo y de inversiones en activos fijos.

Diferentes autores en sus análisis refieren -para el caso que se tengan dos planes financieros o más- que se puede demostrar matemática y gráficamente el punto en el cual es indiferente escoger uno u otro plan. En el método $R_{EFO} - R_{FFL}$, este es el nivel de rentabilidad económica en base al flujo de caja operativo que ofrece la misma rentabilidad financiera en base al flujo de caja libre disponible para los planes financieros que se planifiquen.

El método analizado elimina las desventajas de los demás e incorpora algo difícil de lograr, el análisis del flujo de caja en el tema, y con certeza puede ser aplicado en cualquier tipo de empresas, sean accionarias o no, desde la perspectiva de la empresa como dueño; pero no ofrece el procedimiento para aumentar el flujo de caja del Estado cubano a través de los factores que inciden en la estructura financiera de las empresas. El método fue propuesto para el sector estatal de la economía nacional siendo diferentes las características y condiciones financieras en que operan estas entidades, respecto al sector con capital mixto en Cuba, principalmente el turismo.

En realidad, cada empresa escoge la estructura 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 para las empresas mixtas hoteleras cubanas es realizar un estudio cuidadoso de todos los métodos que brinda la práctica nacional e internacional y determinar así aquella estructura que sea la más provechosa, para una mayor rentabilidad financiera teniendo en cuenta que la maximización de utilidades no es lo único que mueve a los dueños de las empresas.

En la investigación se pudieron identificar los factores relacionados con los estudios de estructura financiera óptima, los cuales deben tenerse en cuenta en las empresas mixtas hoteleras cubanas para un aumento de su eficiencia financiera, estos son: la rentabilidad y el riesgo económico y financiero, los costos, asociados a las fuentes de financiamiento ajenas o propias, y en relación con estas los costos de insolvencia financiera. Además, el impuesto sobre utilidades es una renta que recibe el Fisco, pues es una tasa definida por este y la empresa no puede modificarla, no obstante, es una imperfección del mercado, y las entidades disminuirían su efecto, utilizando la deuda, para aprovechar el ahorro fiscal que produce esta.

Es necesario para las empresas mixtas hoteleras cubanas, diseñar un procedimiento de análisis multifactorial que le permita al Estado maximizar el Flujo de Caja que obtiene de estas entidades, aprovechando los estudios precedentes sobre la estructura financiera empresarial a nivel internacional y básicamente en Cuba, adecuándolos a las condiciones del entorno y el marco regulatorio del sector turístico en el país.

Bibliografía

- Brealey R. A.; Myers S. C. 1993. Fundamentos de Financiación Empresarial. 4ª. Ed. McGraw Hill: España.
- De la Oliva De Con, F. 2001. Selección y Valuación de Carteras. La Habana: Editorial Félix Varela.
- González Jordán, B. 1999. Introducción a las decisiones financieras empresariales. Parte I, CariFin.
- López Gracia, J., et al. 2004. Efectos financieros y estratégicos sobre la estructura de capital de la pequeña y mediana empresa. Revista Moneda y Crédito. España. No. 219, p. 2-7.
- Mascareñas J. Análisis de apalancamiento. Universidad Complutense de Madrid. [Consulta: 22 marzo 2005]. [En línea]. Disponible en: <http://www.ucm.es>.
- Mascareñas J. La Estructura de Capital Óptima. Universidad Complutense de Madrid. [Consulta: 20 febrero 2004]. [En línea]. Disponible en: <http://www.ucm.es/info/jmas/temas/estrcap.pdf>

- Modigliani F., Miller. 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. American Economic Review. Vol. XLVIII, No. 3. p. 261-297, June.
- Molina Arenaza E. H., Estructura de capital y palanca financiera. [Consulta: 22 noviembre 2002]. [En línea]. Disponible en: http://sisbib.unmsm.edu.pe/bibvirtual/publicaciones/administración/A%B1o5_n9_2002/estr
- Reyes Espinosa, M. Teoría y práctica de la estructura financiera empresarial y la eficiencia. Estudios de casos en Cuba. 2001. La Habana. 110 h. Tesis en opción al grado de Doctor en Ciencias Económicas. Universidad de La Habana.
- Suárez A. S.. 1993. Decisiones Óptimas de Inversión y Financiación en la Empresa. Madrid: Editorial Pirámide. p. 510-535.
- Weston J. F.; Brigham E. F. 1995. Fundamentos de Administración Financiera. 10ª. Ed. México: McGraw-Hill. 475 p.

La décima llega a Cuba y se impone, entre otros factores porque su métrica y pausa se avienen perfectamente a las exigencias de las melodías ya asimiladas por nuestro pueblo.

La décima, que ya en España era un vehículo expresivo popular, fue el molde en que se escribieron, improvisaron y cantaron los nuevos temas demandados por la colectividad cubana.

Estos apuntes del libro *Décima y folclor* de la autoría de Jesús Orta Ruiz. *El Indio Naborí*. (1922-2005) quien también compusiera la décima que a manera de exergo presiden estas notas constituyen un homenaje a quien hizo de este molde estrófico gran parte de su razón de ser como creador, por ello en un Congreso Iberoamericano de la Décima que se realiza en la década de 1990, la delegación argentina propuso que se instituyera el día de nacimiento de este bardo cubano como Día de la décima hispanoamericana.

La fuga del ángel

¿Adónde fuiste, ángel mío,
en la última travesura?
Tal vez quiso tu ternura
mudarse para el rocío.
Te fuiste como en el río
un pétalo de alelí;
y has dejado tras de mí
una estela de cariño,
recuerdo que, como un niño
sin cuerpo, vas junto a mí.

Eres, pues, un niño abstracto
y vienes cuando te invoco,
vida intocable que toco
en una ilusión del tacto.
Te veo vivo y exacto
andando a mi alrededor,
y escucho tu voz -rumor
como de ala que se aleja-:
¡qué zumbido sin abeja!
¡qué trino sin ruiseñor!

Es que estás, aunque no estás,
cual vuelo de mariposa
sin mariposa, cual rosa
de perfume nada más.
Te fuiste y conmigo vas,
aunque el mundo no te ve,
ni sabe como yo sé que,
diluido en la brisa,
aun vives, como sonrisa
sin boca, y paso sin pie.

Es todo lo que me queda
de ti: verdad sin verdad;
una como suavidad
de seda, pero sin seda;
aroma de rosaleda
sin más presencia que aroma:
donaire de la paloma,
pero no más que donaire;
niño pintado en el aire
hablándome sin idioma.

Una piedad de la muerte
hay en esto de mirarte
sin mirarte, y de palparte
sin palparte, ni tenerte;
pues evocarte, traerte
por la ruta de un clamor,
es endulzar el dolor
de la ausencia más glacial,
con un sabor de panal
que solo fuera sabor.