

Yaneisis Carretero-Seoaneⁱ
Adelfa Alarcón-Armenterosⁱⁱ
Arianna Padrón-Rodríguezⁱⁱⁱ

Universidad de Ciego de Ávila, Cuba

La Estructura

Financiera: Método para Aumentar la Contribución del Financiamiento a la Eficiencia Empresarial

Resumen

Ha sido siempre un problema difícil determinar una estructura financiera óptima de la empresa, desde Durand (1952) y Modigliani y Miller (1958), hasta las teorías y métodos más actuales sobre la temática. Teniendo en cuenta las bases teóricas y prácticas, así como las especificidades de la economía cubana, donde el sector turístico es uno de los de mayor importancia por los ingresos que aporta al desarrollo del país tributando significativamente las empresas mixtas hoteleras, es que se analiza la estructura financiera en estas empresas, dada por las ventajas que provoca la utilización de la deuda en la composición del financiamiento empresarial, de ahí, que se propone utilizar el método Rentabilidad con base al flujo de caja para determinar la estructura financiera óptima en un hotel de capital mixto, pues logra encontrar aquella combinación entre recursos ajenos y propios, que maximiza la rentabilidad financiera y aumenta la contribución del financiamiento a la eficiencia empresarial.

Palabras clave: Estructura financiera, flujo de caja, rentabilidad económica, rentabilidad financiera, financiamiento.

The Financial Structure: Method to Increase Financing Contribution to Managerial Efficiency

Abstract

From Durand (1952) and Modigliani & Miller (1958) to the theories and current methods on the subject, it has always been difficult to define a good financial structure for companies. Keeping in mind the theoretical and practical foundation, as well as the specificities of the Cuban economy –where tourism is of great importance due to the revenue that it contributes to the development of the country–the financial structure of hotel mixed companies is analyzed, characterized by the advantages that the use of debt in the composition of managerial financing. The profitability method based on cash flow is proposed to determine the good financial structure in a hotel of mixed capital because it allows us to find the right combination of own and other people's resources to maximize the financial profitability and increase the financing contribution to managerial efficiency.

Keywords: *Financial structure, cash flow, economic profitability, financial profitability, financing.*

Recibido: 19-03-2013

Aprobado: 21-11-2013

ⁱ Máster en Contabilidad Gerencial y Licenciada en Contabilidad y Finanzas. Investigadora y docente de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Ciego de Ávila, Cuba. Tel. (+53-33) 22.72.98. Correo electrónico: yaneisis@economia.unica.cu.

ⁱⁱ Doctora en Ciencias Contables y Financieras. Máster en Finanzas y Licenciada en Economía. Investigadora y docente de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Ciego de Ávila, Cuba. Tel. (+53-33) 21.70.12. Correo electrónico: alarcon@economia.unica.cu.

ⁱⁱⁱ Máster en Dirección e Ingeniería Industrial. Investigadora y docente de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Ciego de Ávila, Cuba. Tel. (+53-33) 22.82.65. Correo electrónico: arianna@economia.unica.cu

Introducción

Los resultados de la actividad turística en la economía mundial después de la segunda mitad del siglo XX, muestran un crecimiento constante y han consolidado su contribución en el desarrollo socioeconómico en aquellos países que la han tomado como factor estratégico al situarla a principios del siglo XXI en el primer lugar de los grupos de exportaciones mundiales, por delante de las industrias petrolera, automovilística y electrónica. Es una actividad que hoy por hoy, además de contribuir al desarrollo de relaciones científicas, culturales y económicas nacionales e internacionales, se ha convertido en un renglón importante para el ingreso de divisas.

En la economía cubana, la actividad turística ha tenido un avance económico sostenido desde la década de los 90 en el siglo pasado, siendo en la actualidad el sector más dinámico y hacia donde se ha potenciado el mayor número de excursiones nacionales y extranjeras y se han ampliado las inversiones, constituyendo una fuente directa de empleo y de ingresos en divisas como ningún otro sector.

Lo anterior trajo aparejado una apertura al capital extranjero, que llevó al surgimiento y constitución de empresas mixtas pertenecientes a diferentes cadenas y grupos hoteleros, con el propósito financiero fundamental de dar entrada a recursos líquidos. Estas empresas mixtas se encuentran hoy administrando una o varias entidades hoteleras en los destinos turísticos cubanos por lo que resulta fundamental mejorar la eficiencia de las mismas.

Una forma de contribuir con ello, es lograr una combinación adecuada de recursos ajenos y propios que minimice los costos de financiamiento de las inversiones y consecuentemente maximice la rentabilidad financiera de dichas empresas turísticas, específicamente las hoteleras que pueden o bien operar con un capital aportado por sus dueños (capital propio), o bien operar con aportes realizados por terceros, en calidad de préstamo (capital ajeno).

La decisión de cuando usar una u otra opción requiere del análisis de la estructura financiera de la empresa mixta del sector turístico cubano, con sus particularidades, donde el Estado actúa en su doble condición de fisco y dueño. Según afirma Reyes (2001), “[...] resulta que en un primer plano de análisis el ahorro fiscal que logra la empresa al endeudarse, lo deja de percibir el Estado como fisco, pero lo obtiene en su condición de dueño” (p.1).

Cabe señalar que estas empresas mixtas se diferencian de las públicas o estatales, en la definición del esquema del estado de resultados y en

la distribución y aporte de las utilidades. Por lo tanto, se hace difícil encontrar la proporción entre capital propio y ajeno en esta rama de la economía con los métodos ya conocidos a nivel internacional y se hace necesario buscar un método para determinar la estructura financiera óptima en una entidad hotelera de capital mixto.

Es por ello que el objetivo general de la investigación fue determinar en una entidad hotelera cubana de capital mixto, la estructura financiera óptima, a través del método rentabilidad con base al flujo de caja para contribuir al aumento de la eficiencia empresarial.

Para alcanzar el objetivo se utilizaron a nivel teórico los siguientes métodos: El método de inducción-deducción, el método lógico-histórico, y el método de análisis y síntesis. A nivel empírico se utilizaron: El análisis documental, la entrevista y el trabajo en grupo, conjugados con la técnica de triangulación de la información y la triangulación espacial que utiliza la investigación cualitativa. En el artículo se presenta solamente un resumen de los resultados obtenidos al aplicar algunos de los métodos de investigación citados anteriormente, los que se consideran necesarios para entender el contenido que se muestra.

A continuación se exponen los resultados de utilizar el método lógico-histórico en el análisis, desde una posición crítica, de las teorías y métodos fundamentales sobre la estructura financiera a nivel internacional y en Cuba, vinculándolo al método de análisis y síntesis que permitió estudiar cada teoría y resumir sus aportes y limitaciones. Posteriormente, en la parte de los resultados, se muestra el método de inducción-deducción, que permitió particularizar en las características de la estructura financiera actual de la empresa estudiada, así como para la propuesta de método que permite determina la estructura financiera óptima, conjugándolo con el análisis documental, en el estudio del estado de resultados y balance general.

La estructura financiera en la empresa: Enfoques teóricos y métodos prácticos

De acuerdo con Ross, Westerfield y Jaffe (2002): “Las teorías de la estructura financiera están entre las más elegantes y complejas del campo de las finanzas” (p.494). Tal es así, que hace más de cincuenta años existe polémica desde el punto de vista teórico sobre la determinación de una estructura financiera en la empresa; este tema comenzó su desarrollo con los primeros estudios de Durand, en 1952, cuyos seguidores son considerados tradicionales y en 1958 con la teoría de MM -contrapuesta a la que ya exis-

tía-, que debe su nombre a sus fundadores Franco Modigliani y Merton Miller.

La estructura financiera, conforme con Mascareñas (2007), es: “[...] *la combinación de todas las fuentes financieras de la empresa, sea cual sea su plazo o vencimiento*” (p.2). Aunque existen diferentes definiciones sobre la combinación óptima de estas fuentes de las cuales dispone la empresa, se considera el concepto brindado por Weston y Brigham (1995), quienes especifican que: “*La estructura financiera óptima es aquella que logra un equilibrio entre el riesgo y el rendimiento de modo tal que maximice el precio de la acción*” (p.797).

Autores reconocidos de la ciencia de las Finanzas como Brealey y Myers (1993); Gitman (2006); Mascareñas (2007); Ross et al. (2002); Suárez (1993) y Weston y Brigham (1995), explican el estudio de estructura financiera en mercados muy líquidos donde las empresas cotizan en bolsa y por lo tanto tienen como objetivo principal maximizar el valor de la empresa a través del aumento del precio de sus acciones. Según Ross et al. (2002:431): “*Los cambios en la estructura de capital benefician a los accionistas si y tan solo si el valor de la empresa aumenta*”, el problema es encontrar la combinación concreta que maximiza el valor de mercado de la empresa.

En cuanto a la forma de analizar la estructura financiera teniendo en cuenta el valor de las acciones de la empresa, existen dos posiciones extremas (Suárez, 1993). La posición del resultado neto [RN], y la posición del resultado bruto o de explotación [RE]. Según la RN cuanto más se endeude la empresa, mayor será su valor y lograría maximizar éste con una estructura financiera en la que la deuda representa el ciento por ciento de sus recursos. Extrema a la postura anterior se encuentra la RE que plantea que no existe una estructura financiera óptima, ya que toda composición del pasivo es igualmente válida y conduce a los mismos resultados.

Así mismo, existen dos teorías clásicas que asumen las posiciones anteriores: La teoría tradicional y la de Modigliani y Miller [MM]. La teoría tradicional sobre la estructura financiera puede considerarse intermedia entre la posición RE y la posición RN, ya que esta teoría propone la existencia de una determinada combinación entre recursos propios y ajenos que define la estructura financiera óptima [EFO]. Durand en 1952 publicó un trabajo donde defendió la existencia de una determinada estructura financiera óptima en base a las imperfecciones del mercado.

Los estudios iniciales refieren que si se hace un uso adecuado de la deuda disminuyen los costos de capital y aumenta la rentabilidad para los accionistas y por ende aumenta el valor de la empresa, pero si la deuda va más allá de ese uso adecuado, aumenta el riesgo de insolvencia y por tanto inversionistas

como accionistas exigen más rendimientos por las inversiones, aumentando entonces el costo de capital y disminuyendo el valor de la empresa. Existiendo una combinación entre deuda y capital propio que permite alcanzar el óptimo.

Se está de acuerdo con Brealey y Myers (1993) en que la teoría tradicional tiene como aporte fundamental el análisis de la estructura financiera a partir del aumento del endeudamiento y la relación con los costos de las diferentes fuentes de financiamiento, además tiene en cuenta las imperfecciones del mercado, sin embargo puede ser que los inversores no perciban, ni valoren el riesgo financiero de un endeudamiento moderado, sino de uno excesivo, pero si esto es así, los inversores de una empresa moderadamente endeudada podrían aceptar una tasa de rentabilidad menor a la que realmente debieran.

Por lo que, sus argumentos pueden llevar a una confusión entre el riesgo financiero y el de insolvencia, pensando que los accionistas solo se preocupan por la falta de solvencia cuando el endeudamiento es elevado, pero a medida que aumenta la tasa de rentabilidad de los títulos en el mercado los accionistas corren un riesgo financiero mayor, aun cuando la probabilidad de insolvencia sea nula.

En 1958 Modigliani y Miller revolucionan el pensamiento que existía sobre estructura financiera al plantear que no existe una estructura de financiamiento óptima. Al respecto Ross et al. (2002) referencian el documento original de estos autores que plantea: “*Una empresa no puede modificar el valor de en circulación de sus acciones mediante el cambio de las proporciones de su estructura de capital*” (p.435), por tanto se contraponen a los tradicionales, y se pueden situar en su planteamiento inicial en la posición extrema RE.

Modigliani y Miller parten de varios supuestos los cuales constituyen el centro de la crítica de su teoría: El mercado de capitales es perfecto; los inversores siguen una conducta racional; el beneficio bruto de la empresa se mantiene constante a lo largo del tiempo y, todas las empresas se pueden agrupar en grupos homogéneos de rendimiento equivalente (de igual o similar riesgo económico). Estos autores se basan en los supuestos anteriores 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*” (Modigliani y Miller, 1958; en Brealey y Myers, 1993:484).

Según esta proposición la política de endeudamiento de la empresa 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.

Esta proposición según Modigliani y Miller (1958; en Brealey y Myers, 1993) “[...] es deducida de la anterior y es relativa a las empresas endeudadas, la rentabilidad esperada de las acciones ordinarias de una empresa endeudada crece proporcionalmente al ratio de endeudamiento, expresada en valores de mercados” (p.489).

Al respecto Ross et al. (2002) afirman lo anterior al plantear: “Modigliani y Miller sostienen que el rendimiento esperado del capital está positivamente relacionado con el apalancamiento, porque el riesgo para los tenedores del capital aumenta” (p.439).

Proposición III.

“La tasa de retorno requerida en la evaluación de inversiones es independiente de la forma en que cada empresa esté financiada” (Modigliani y Miller, 1958; en Fernández, 2001:19).

Según Fernández (2001) esta proposición es un corolario de las dos anteriores. Es decir, según Modigliani y Miller en esta proposición, cualquier empresa que trate de maximizar la riqueza de sus accionistas, habrá de realizar 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.

Esta teoría tiene como aporte fundamental la coherencia analítica de sus postulados demostrados excelentemente en su época a través de las matemáticas y considerados revolucionarios, pues cambiaba el pensamiento que hasta ese momento se venía siguiendo en los estudios sobre estructura financiera. Sin embargo, a criterio de las autoras, su principal limitante está en el supuesto ideal acerca del funcionamiento perfecto del mercado financiero, suponiendo la no existencia de una serie de imperfecciones como son: Los impuestos, la asimetría en la información y los costos de transacción.

En 1963 la proposición I fue corregida por sus autores, incluyendo en su análisis el impuesto sobre utilidades. Modigliani y Miller (1963), afirmaron en ese momento que:

Dado que el interés de la deuda es deducible en el impuesto sobre utilidades, el valor de las empresas de una misma clase ya no sería proporcional a la renta media generada por sus activos, sino a la renta neta de impuestos sin que por ello se viesen afectadas las conclusiones de la proposición uno y dos (p.433).

Como se puede observar, se han analizado hasta aquí las teorías básicas sobre la estructura financiera.

Al respecto las autoras consideran que aunque sus conclusiones son: Polémicas, contrapuestas, y con limitantes, sus aportes científicos son relevantes y sirven de fundamento para los enfoques actuales sobre la temática, los cuales siguen a sus fundadores y basados en ellos tratan de explicarlos para otras condiciones más cerca en el tiempo.

Seguidamente se expondrá un resumen de los enfoques teóricos y métodos actuales que en la práctica han tratado de probar la posibilidad de encontrar una estructura financiera óptima.

Los estudios de estructura financiera según Aybar, Casino, y López (2004) se pueden agrupar en la actualidad en cuatro enfoques de investigación: La teoría del equilibrio estático o *trade off*; la teoría de agencia; el costo que genera la información asimétrica -que deviene en dos teorías: La teoría de señales y la teoría de selección jerárquica o de *pecking order* [TPO]- y la teoría de la estrategia empresarial [TEP].

La teoría del equilibrio estático o *trade off* se sitúa como tradicional al considerar que existe un nivel de endeudamiento que define la estructura financiera óptima en las empresas. Son representantes de ésta: Baxter (1967); Kim (1978); Kraus y Litzenberger (1973) y Scout (1977). De acuerdo con Brealey y Myers (1993: 539) en la teoría del equilibrio “[...] los directores financieros piensan a menudo en las decisiones del ratio de endeudamiento como un equilibrio entre el ahorro impositivo por los intereses pagados y los costos de insolvencia financiera”. Con similares razonamientos coinciden con ellos, Brigham, Gapeski y Ehrhardt (1999) y Mascareñas (2007).

Aybar et al. (2004) citan a Brigham et al. (1999), en el análisis de esta teoría y plantean que su esencia está en que sugiere que:

Las empresas adoptan su estructura financiera a un ratio de endeudamiento objetivo u óptimo. Una vez alcanzada esta combinación ideal entre deuda y recursos propios las empresas maximizan el valor y ya no tendrían incentivos para aumentar la proporción de endeudamiento, pues una unidad monetaria adicional de deuda supondría una pérdida marginal neta de dicho valor (p.2).

Se está de acuerdo con Brealey y Myers (1993) en que los aportes fundamentales de esta teoría están al explicar con éxito muchas diferencias entre la estructura financiera entre sectores de la economía y en qué tipos de empresas públicas pueden ser compradas (privatizadas) en parte con deudas por inversores privados; además, enseña que las empresas que se encuentran con un nivel de endeudamiento muy elevado deben emitir acciones, restringir los dividendos, o liquidar activos para captar efectivo que le permita reequilibrar la estructura financiera.

El problema fundamental está en que esta teoría no puede explicar por qué algunas empresas con más

éxito lo consiguen con poca deuda, es decir, en la realidad las empresas más rentables generalmente son la que menos se endeudan.

La investigación en la teoría de agencia comienza con Jensen y Meckling (1976), y es retomada por Myers (1977). El foco de interés de esta teoría recae sobre la institución del *contrato* que regula las relaciones y funciones desempeñadas por un mandatario (*principal*) y un ejecutor (*agente*), 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.

Betancourt (2007) cita los estudios de Jensen y Meckling (1976) y señala que en “[...] *el enfoque de agencia, los conflictos de intereses determinan la estructura financiera. La relación de apalancamiento óptima se alcanzaría a través del manejo del equilibrio entre los costos de agencia y los beneficios de la deuda*” (p.3). Dicho autor plantea que entre gerentes y accionistas hay conflictos respecto a: El uso que los gerentes le dan a los fondos libres de la empresa, al momento en el cual conviene liquidar la empresa (los administradores querrán siempre seguir operando) y al monto que hay que destinar para inversión (los accionistas querrán distribuir dividendos). También ocurre conflicto debido a que a mayor apalancamiento mayor la tentación de los accionistas de retirar fondos cobrando dividendos a pesar de eventuales problemas financieros.

A criterio de las autoras el aporte fundamental de esta teoría está el considerar que existe una estructura financiera óptima, y en cómo encontrarla a través del conflicto de intereses entre dos partes importantes involucradas en el proceso organizativo el *principal* y el *agente*, es decir, entre el sujeto y el objeto de dirección. No obstante, su limitante está en que es imposible en una sola teoría tratar de explicar todos los aspectos que intervienen en el proceso de toma de decisiones en una organización, proceso que ha tenido un desarrollo histórico, demostrado por diferentes teóricos de la ciencia de la dirección, los que han explicado el surgimiento y evolución del proceso organizativo por diferentes teorías.

El costo que genera la información asimétrica es un enfoque de investigación que deviene en dos teorías: La teoría de señales y la teoría de *pecking order* o de selección jerárquica. La teoría de señales, es defendida por Leland y Pyle (1977) y por Ross (1977). La esencia según sus fundadores está en las señales que emiten las empresas hacia el mercado que las beneficia, por tener mayor información que los inversores.

Si se distingue entre el capital aportado por el emprendedor interesado en administración de empresas

y el capital neto otorgado por agentes que no pueden influir sobre la dirección de la empresa, entonces, los primeros deberán señalar el proyecto mediante un aumento de los medios propios demostrando una conducta de confianza en la inversión que ellos controlan (Leland y Pyle, 1977).

Reflexionando sobre esta teoría, Rivera (2007) plantea que:

[...] *la emisión de deuda es una señal positiva que incide en el valor de la empresa, lo contrario sucede con la emisión de acciones. La empresa puede lograr una estructura financiera óptima cuando la composición del administrador se encuentra vinculada a estas señales, en cuanto a su calidad de verdadera o falsa. Esto se logra fijando una penalización importante a la administración si la empresa no tiene éxito, o un gran incentivo en caso contrario. Lo que impide que las empresas malas envíen señales de empresas buenas como sucede cuando emiten deuda*” (p.51).

Explica los aportes hechos por los representantes de la teoría de señales (Salloum y Vigier, 2007), y plantea “[...] *que la estructura financiera señala a los inversores externos las condiciones de riesgo y rentabilidad de la empresa*” (p.4). Otros autores esbozan al respecto, que la estructura financiera puede actuar como una señal informativa en el mercado sobre la situación de los proyectos de la empresa (David y Saring, 1991; Heikel, 1982; Ross, 1977).

Se coincide con el planteamiento de los autores anteriores, al decir que de una manera indirecta en esta teoría los directivos están dando a conocer a los inversores potenciales del mercado la calidad de sus proyectos, que solo conocen ellos desde su posición privilegiada y por tanto de manera efectiva.

Por lo tanto, el aporte fundamental de la teoría de señales está en buscar la estructura financiera desde una de las imperfecciones del mercado que son los costos que genera la información asimétrica, considerando que verdaderamente los empresarios tienen más información de su empresa que los inversores. Su limitante está en que no siempre el uso de la deuda es mejor que el capital propio y en que estos postulados no han podido probarse en la realidad.

La teoría de *pecking order* [TPO] es protagonizada por Fama y Frech (2001); Myers (1984) y Myers y Majluf (1984), con sus estudios sobre los costos de información asimétrica. Las empresas no buscan ajustarse a un ratio objetivo de endeudamiento sino debido a los costos de información asimétrica asociados a la financiación externa, maximizan valor cuando siguen un orden jerárquico de preferencias. Aunque la esencia de su fundamento quedó recogida en Donaldson (1961). La teoría de la clasificación jerárquica se basa en: Una política de dividendos fija, una preferencia por los fondos internos y aversión a emitir fondos propios (Myers, 1984).

Los modelos que enfatizan en la influencia de las asimetrías de información sostienen que los que están dentro de la firma poseen mayor información sobre la corriente futura de ingresos y las oportunidades de inversión que los que están fuera. Myers y Majluf (1984) muestran que si los inversores están menos informados que los administradores de la firma, entonces las acciones estarán subvaluadas en el mercado. La firma subinvertirá a menos que pueda financiarse con fuentes de fondos con menor subvaluación.

Según esta teoría, la estructura financiera de la empresa se determina por el deseo de financiar nuevas inversiones, primero internamente, luego con deuda de bajo riesgo (bancaria), posteriormente con deuda pública (en el caso que ofrezca menor subvaluación que las acciones) y como último recurso con nuevas acciones.

Según cita Betancourt (2007), autores como Brennan y Graus (1987); Constantinides y Grundy (1989) y Ross (1977), ponen en duda las conclusiones propuestas por Myers y Majluf en 1984. En estos estudios se aprecia el énfasis de sus autores que con una mayor variedad de instrumentos financieros las empresas no siempre preferirán la emisión de deuda sobre acciones, ya que los problemas de subvaluación pueden solucionarse señalizando adecuadamente con los diversos instrumentos.

Los aportes fundamentales de esta teoría están en que se da una explicación satisfactoria de por qué las empresas más rentables generalmente se endeudan menos (no porque tengan objetivos de ratios de endeudamiento bajos, sino porque no necesitan dinero exterior) y las empresas menos rentables emiten deuda, además una escala en la financiación puede reflejar los intentos de los directivos de minimizar los costos de emisión y de evitar transmitir señales adversas a los inversores cuando se anuncian emisiones de fondos propios.

La limitante fundamental de esta teoría está en que puede llevar a los directivos a no buscar decisiones financieras óptimas, sino que pueden decidir financiar por la fuente que les proporcione menos costo y por lo tanto menos riesgo, aunque no sea la que proporcione más rendimiento.

En la teoría de la estrategia empresarial [TEP] se destacan los trabajos de Balakishanan y Fox (1993); Barton y Gordon (1988); Brander y Lewis (1986); Chatterjee y Werneft (1991); Kochhar y Hitt (1998); Lorente (2001); Lowe et al. (1994) y Menéndez, 2003) y los trabajos relacionados con esta teoría para las pequeñas y medianas empresas de Aybar et al. (2004); Jordan, Lowe y Taylor. (1998) y Dobson et al. (1994).

Este enfoque de investigación según Aybar et al. (2004:8), “[...] se basa en la influencia que las estrategias, adoptadas por la empresa, ejercen sobre su estructura de capital” o financiera. Esta se puede divi-

dir en dos vertientes de estudio: Estrategia corporativa y competitiva. En la primera, se incluyen las diversas actividades llevadas a cabo, su planificación y gestión necesaria. En la segunda se presentan tres tipos de estrategias: Innovación, diferenciación y liderazgo en costo. En las tres se actúa sobre los productos, o bien sobre los factores de producción, con el objetivo de obtener ventajas frente a los competidores.

Autores tales como Aybar et al. (2004); Jordan et al. (1998) y Dobson (1994), demuestran en la práctica para pequeñas y medianas empresas, diferentes estrategias competitivas, con desiguales niveles de riesgo, lo que da diferentes resultados, permitiendo aprovechar disímiles segmentos o nichos de negocios en los que estas empresas pueden explotar con ventajas sus habilidades frente a las grandes empresas.

Esta teoría explica la estructura financiera a través de la relación de las diversas actividades que se realizan en una empresa y su relación directa con el proceso administrativo, en la toma de decisiones fundamentalmente y la actuación en los mercados de productos para disminuir el riesgo, pero su limitante está en que no siempre se alcanza el éxito, pues puede ser interpretada de diferentes formas por empresarios e inversores.

Se puede concluir parcialmente que los enfoques actuales sobre estructura financiera al igual que las teorías clásicas centran la atención del tema en la empresa, todos estos surgen a partir de los años 70 del siglo XX, donde el objetivo supremo del empresario es incrementar sus ganancias de capital y por lo tanto estas teorías no hacen más que buscar la forma de lograrlo a través de diferentes aspectos de interrelación de las empresas con el mercado desde una posición tradicional.

Hasta aquí se han analizado los estudios fundamentales que explican la estructura financiera buscando un óptimo pero desde el punto de vista teórico, de acuerdo con lo que expresan Ross et al. (2002): “*Los economistas financieros deberían enorgullecerse (y de hecho lo hacen) de las contribuciones hechas a esta área. Sin embargo, las aplicaciones prácticas de las teorías no son totalmente satisfactorias*” (p.494). Refiriéndose a lo anterior, González (2011) plantea:

Por más que se haya podido sintetizar la polémica de la determinación de la estructura financiera en el plano teórico sigue siendo en la práctica la determinación del grado de endeudamiento de las empresas un objeto primordial. Lo que puede estar determinado por la rama o sector a la que pertenezca la empresa ya que intervienen diferentes factores que no son homogéneos para todas las entidades (p.13).

Estas afirmaciones son corroboradas en la práctica empresarial mundial donde se ha tratado de llegar a la elevación de la eficiencia en el uso de las fuen-

tes de financiamiento a través de dos métodos que sintetizan esta búsqueda teniendo como base los principales postulados teóricos existentes, estos son: Utilidades antes de intereses e impuestos-ganancias por acción [UAI-GPA] y utilidades antes de intereses e impuestos-rentabilidad financiera [UAI-RF].

El método UAI-UPA es el más utilizado en empresas accionarias a escala internacional; la 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. Para Weston y Brigham (1995), el punto de *indiferencia* es: “El nivel de ventas en el cual las utilidades por acción serán las mismas ya sea que la empresa use un financiamiento por medio de deudas o de acciones de capital común” (p.809). Se coincide con Reyes (2001) cuando plantea 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 (p.26).

El otro método que se reconoce en la práctica internacional es el de UAI-RF, la esencia 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 se elimina el primer problema al poderse aplicar en empresas de cualquier tipo de propiedad, pero el segundo queda aún sin resolver.

Estos dos métodos tienen de positivo que permiten desde una posición tradicional aplicar en la práctica para empresas accionarias, cuándo es preferible endeudarse y cuándo ampliar el capital en la empresa.

En Cuba, Reyes (2001), propone el método de rentabilidad con base en el flujo de caja [REFO-RFFL], cuya esencia es, dada una rentabilidad económica en base al flujo de caja en operaciones [REFO] constantes, cuál sería el grado de endeudamiento que maximiza la rentabilidad financiera en base al flujo de caja libre disponible [RFFL], el mismo fue aplicado en empresas públicas o estatales cubanas.

Para encontrar esta combinación óptima entre la REFO y RFFL se basa en cuatro indicadores fundamentales:

1. Rentabilidad económica sobre la base del flujo de caja en operaciones [REFO]. Expresa la capacidad de generar efectivo en operaciones [FO] a partir de la inversión estatal [AT].

$$REFO=FO/AT$$

2. Rentabilidad financiera sobre la base del flujo de caja libre disponible [RFFL]. Económicamente expresa cuantos pesos en efectivo [FL] se obtiene por cada peso de financiamiento propio empleado [FP].

$$R_{FF}=FL/FP$$

Este indicador es replanteado en función de los factores que lo determinan:

$$R_{FFL}=R_{EFO}+(R_{EFO}-K_D)*L$$

Donde: K_D , costos financieros fijos después de impuestos; L , grado de endeudamiento.

3. Margen del valor añadido [MVA], representa en qué medida la empresa dispone del flujo suficiente para satisfacer a todos sus inversores y los intereses de crecimiento y estimulación que se haya propuesto.

$$MVA=(R_{EFO}-K_D)$$

4. Contribución del financiamiento a la eficiencia empresarial [CFEE] indica en qué medida las decisiones adoptadas en cuanto a grado de endeudamiento [L] potencian si $L > 1$, y minoran, si $L < 1$ o simplemente no ejercen ningún efecto si $L = 1$ en el margen de valor añadido [MVA], que alcance la empresa, siempre que MVA sea positivo. En caso de que MVA fuera negativo se verifica el efecto contrario.

$$CFEE=L(R_{EFO}-K_D)$$

Es decir, que además de buscar la combinación entre el financiamiento ajeno y propio que maximice a RFFL, debe ofrecer un MVA positivo, para que REFO sea capaz de cubrir los costos financieros fijos ajustados después de impuestos (K_D), y la CFEE sea la mayor de todas las alternativas que se valoren.

En el método se considera 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 impuesto sobre utilidades que presupone una tasa definida por el fisco y sobre la cual la empresa no puede incidir, de lo que resultan las utilidades antes de inte-

reses e impuestos ajustadas después de impuestos (UAI_{ADI}), se considera además la depreciación que no es una salida de efectivo para la empresa y variaciones en el capital de trabajo y de inversiones en activos fijos.

Este método se basa fundamentalmente en los métodos $UAI-UPA$ y $UAI-RF$, y elimina las desventajas de ellos, la primera del método $UAI-UPA$, al poderse aplicar en todo tipo de empresas, según Reyes (2001) “[...] no entra en contradicción con la forma de propiedad que esta adopte” (p.63), es decir, sean accionarias o no, y la segunda del método $UAI-UPA$ que no pudo ser eliminada por el método $UAI-RF$, queda resuelta al incorporar el análisis del flujo de caja.

Alarcón (2009) es del criterio que igual que los métodos $UAI-UPA$ y $UAI-RF$, el $R_{EFO}-R_{FFL}$ analiza la estructura financiera en la práctica desde la perspectiva de la empresa y no del Estado, llegando hasta el flujo de caja libre disponible para los dueños, aspecto que lo hace relevante, pues permite calcular el flujo de caja libre disponible para las empresas estatales cubanas y para su usuario fundamental -el banco- requiere gran importancia en la evaluación del otorgamiento de préstamos a las empresas.

Explica Alarcón (2009), “[...] que el valor metodológico de la investigación de referencia reside precisamente en proporcionar un método que permite definir la estructura financiera óptima de la empresa atendiendo a la maximización del flujo de caja libre disponible para los dueños por peso invertido” (p.36), o sea, la mayor eficiencia en términos de flujo libre.

Es criterio de las autoras que aunque los enfoques teóricos surgieron en economías distintas a la cubana, de ellos se pueden adoptar aspectos positivos y que pueden ser perfectamente utilizados en el país teniendo en cuenta las diferencias que le dieron origen, de los enfoques analizados por su esencia, ventajas y desventajas en la investigación se asumió una posición tradicional, es decir, se consideró que sí es posible encontrar una estructura financiera óptima para la empresa. Además, se utilizó el método cubano rentabilidad con base en el flujo de caja ($R_{EFO} - R_{FFL}$) por las características explicadas.

Método para determinar la estructura financiera óptima: Resultados en una entidad hotelera

En esta parte del artículo se expondrán los principales resultados de aplicar el método $R_{EFO} - R_{FFL}$ en una entidad (empresa) hotelera cubana que opera

con capital mixto, por lo que se hizo necesario analizar el balance general y el estado de resultados con cierre 31 de diciembre de 2012, para determinar la estructura financiera actual que es el objeto de la investigación. Se presenta a continuación en primer lugar un resumen de este análisis y en segundo lugar, en la parte de discusión, los resultados de aplicar el método.

La empresa actualmente tiene una situación financiera adecuada si se analiza la estructura del financiamiento, que se expresa en su balance general, del total de activos, solo el 7.04% está representado por los activos circulantes, el 92.96% representan a los activos fijos.

Con respecto al total del pasivo, el 3.43% (\$1.108 766.73) corresponde a los recursos ajenos, siendo el más representativo las deudas por compras o prestaciones de servicios con un 86.32%, en el caso de los recursos propios con un total en valor de \$31 251 642.92 lo cual constituye el 93.57% teniendo mayor relevancia la cuenta aportaciones de los socios con un valor de \$29 359 009.62. Además, tiene una rentabilidad económica de un 1.26%, y una rentabilidad financiera de 0.91%.

El análisis realizado condujo a la pregunta ¿La empresa opera sin problemas? Aparentemente sí, pero realmente lo puede hacer mejor, lo que vale la pena saber es, si mediante una gestión del financiamiento más eficiente en lo que a su estructura corresponde, puede aumentar su rentabilidad financiera. Por otra parte, se desconoce si esta rentabilidad encubre efectos favorables o no del flujo de caja de la empresa.

Para darle respuesta al problema científico y al objetivo definido en la introducción se aplicó el método rentabilidad con base en el flujo de caja, auxiliándose de tres hojas de cálculo en Excel, donde se permita la entrada de la información requerida, el análisis de la situación actual y la evaluación de los escenarios propuestos. Todo ello expresado en tres etapas fundamentales, que se corresponden con los nombres de las hojas de cálculo

Este método, requiere de la información siguiente:

- ▶ La rentabilidad económica sobre la base del flujo de caja en operaciones (R_{EFO}), válida para todas las alternativas de financiamiento que se evalúen.
- ▶ El grado de endeudamiento (L) que representa cada una de las alternativas de financiamiento que se están evaluando y que por ende serán objeto de comparación.
- ▶ Los costos financieros fijos ajustados después de impuestos (K_D), a los que se verá obligada la empresa en cada una de las alternativas de financiamiento a considerar.
- ▶ La tasa del Impuesto sobre Utilidades.

A continuación se explicará la etapa dos ya que la primera es la base para aplicar el método, esta etapa se analizará teniendo en cuenta el pago y el no pago del Impuesto sobre Utilidades la misma se compone de: Preparación del flujo de caja proyectado de la empresa, determinación de los indicadores de eficiencia seleccionados, análisis matemático de las desviaciones, análisis gráfico de las rectas que caracterizan el grado de endeudamiento y el ahorro fiscal.

Esta etapa proporciona un análisis más detallado de la situación actual de la empresa (Ver Tabla 1), lo cual permitió obtener el flujo de caja a partir de la información del estado de resultados 2012, en la

Tabla 1 se observa, que para la situación actual "I", el flujo de caja en operaciones es de \$8 676 518 y el flujo de caja libre disponible es de \$8 676 518. Para la situación actual "II" el flujo de caja en operaciones es de \$8.798.868, y el flujo de caja libre Disponible es \$8.798.868, como se observa en la tabla 1, la diferencia de los flujos de cajas está dado porque en el actual "I", se supone la situación real de la entidad con el pago del impuesto sobre utilidades, lo que provoca en el supuesto del actual "II", la exoneración de este pago, un ahorro para la empresa por este concepto, y consecuentemente un mayor FL.

Tabla 1: Flujo de caja proyectado.

UM: \$	ACTUAL "I"	ACTUAL "II"
UAII	407.834	407.834
Menos: Impuestos sobre Utilidades (30%)	122.350	0
UAII _{ADI}	285.484	407.834
Más: Depreciación	8.391.034	8.391.034
Flujo de Caja Bruto	8.676.518	8.798.868
Incremento en el capital de trabajo	0	0
Gastos de capital	0	0
Incremento neto en otros activos	0	0
Inversión Bruta	0	0
Flujo de Caja en Operaciones (FO)	8.676.518	8.798.868
Flujo de Caja proveniente de otras inversiones	0	0
Flujo de Caja Disponible para los Inversores	8.676.518	8.798.868
Intereses netos después de Impuestos	0	0
Flujo de Caja Libre Disponible (FL)	8.676.518	8.798.868

A partir del flujo de caja [FL] de la empresa se pudo calcular los cuatro indicadores del método: La rentabilidad económica sobre la base del flujo de caja en operaciones [R_{EFO}], la rentabilidad financiera so-

bre la base del flujo de caja libre disponible [R_{FFL}], el margen del valor añadido [MVA], y la contribución del financiamiento a la eficiencia empresarial [CFEE] (Ver Tabla 2).

Tabla 2: Resumen para la situación actual.

	I	II	VARIACIÓN
R_{EFO}	26,81%	27,19%	0,38%
R_{FFL}	54,58%	55,35%	0,77%
Costos financieros fijos K_0	0,00%	0,00%	0,00%
Grado de endeudamiento L	1,04	1,04	0,00
MVA	26,81%	27,19%	0,38%
CFEE	27,76%	28,15%	0,39%

Se puede apreciar en la Tabla 2 que la rentabilidad económica aumentó de un 1.26%, que es la que calcula la empresa actualmente sin aplicar el método, a un 26,81% al considerar como resultado de operaciones la parte de la utilidad antes de intereses e impuestos ajustada después de impuesto que representa efectivo para la empresa, así como la depreciación. Esta afirmación es sumamente importante, ya que los costos financieros que implica el endeudamiento habrán de constituir una salida de efectivo, por lo que es fundamental depurar la rentabilidad económica de todos aquellos elementos que no contribuyan a este fin.

Por otro lado, se puede percibir que la rentabilidad financiera sobre la base del flujo de caja libre disponible R_{FFL} también es superior a la calculada normalmente por la empresa, o sea, sin considerar la base en efectivo para la actualidad era del 0.91%, y ahora aumenta a un 54.58% manteniendo el pago del impuesto sobre utilidades.

Se puede notar también en la Tabla 2, que entre el actual "I" con el pago del Impuesto sobre Utilidades y el actual "II", sin el pago del impuesto, no existe diferencia en los costos financieros fijos, por lo tanto no existe ahorro fiscal, al no estar endeudada la entidad hotelera en la actualidad.

Asimismo se evidencia que de la aplicación del método de las rentabilidades con base en el flujo de caja con el no pago del impuesto por parte de la empresa aumenta la rentabilidad económica R_{EFO} de 26.81% a 27.19%, igualmente ocurre con la rentabilidad financiera sobre la base del flujo de caja libre disponible R_{FFL} que con el actual "I" es de 54.58% y con el actual "II" 55.35%, esta situación repercute favorablemente en el MVA con una variación de 0.38% y por lo tanto hace su contribución a la eficiencia empresarial con una variación de 0.39%.

Posteriormente, se aplica la etapa tres, evaluación de los escenarios propuestos, compuesta por: Preparación del flujo de caja proyectado para cada escenario, determinación de los indicadores de eficiencia, análisis matemático de las desviaciones, análisis gráfico de las rectas que caracterizan el grado de endeudamiento, definición de los escenarios que maximizan la R_{FFL} para determinados rangos de R_{EFO} . Se parte de proyectar las utilidades antes de intereses e impuestos asumiendo que se obtendrían las mismas que actualmente se alcanzan. En otras palabras, se mantuvo invariable el riesgo económico de la empresa y consecuentemente sus resultados en operaciones.

Ahora bien, para determinar el nivel de endeudamiento que presupone cada uno de los escenarios de financiamiento, se hizo un análisis de la situación que presenta actualmente la empresa. Como ya se ha señalado la estructura financiera actual es: 3.43 % de recursos ajenos y de recursos propios un 93.57%.

Derivado de lo anterior se adoptaron en este caso los supuestos básicos que se consideran prudentes, como línea, en el sector turístico de la economía nacional. De esta forma, los escenarios quedaron conformados de la manera siguiente:

- ▶ Escenario A: Presupone la situación del período actual con pago del Impuesto sobre Utilidades pero asumiendo que el 10% de las cuentas por pagar a proveedores sea financiada mediante crédito a corto plazo a una tasa, un punto más alta de la que presenta la empresa para este tipo de deuda actualmente.
- ▶ Escenario B: Presupone la situación del período actual con pago del Impuesto sobre Utilidades, pero asumiendo que el 25% del Patrimonio actual pasará a financiarse a través del crédito a largo plazo.
- ▶ Escenario C: Presupone la situación del período actual con pago del Impuesto sobre Utilidades, pero asumiendo que el 10% del financiamiento de proveedores se hará mediante un crédito a corto plazo y el 25% del capital actual pasará a financiarse a través del crédito a largo plazo a una tasa de interés dos puntos más alta que la vigente para la empresa.

En la Tabla 3, donde se representa el flujo de caja proyectado para cada uno de los escenarios propuestos para la empresa en estudio, puede apreciarse que estos escenarios no afectan al flujo de caja en operaciones proyectado, que permanece \$8 676 518, igual que en la situación actual y determina una rentabilidad Económica sobre la base del Flujo de Caja en Operaciones R_{EFO} del 26.81%, tal como ocurre actualmente.

Además, se denota que al existir la deuda, varía el monto del flujo de caja libre disponible para cada escenario, influenciado por los intereses netos después de impuestos que presuponen cada uno de ellos. En otras palabras, el cuestionamiento está en si la estructura financiera actual puede ser mejorada partiendo de estos tres nuevos escenarios que presuponen cambios en la composición del financiamiento de la empresa, lo que se muestra en la Tabla 4.

Los pensamientos no pagan tributo.
Anónimo.

Tabla 3: Flujo de caja proyectado.

UM:\$	ESCENARIOS		
	A	B	C
UAI	407.834	407.834	407.834
Menos: Impuestos sobre Utilidades (30%)	122.350	122.350	122.350
UAI _{ADI}	285.484	285.484	285.484
Más: Depreciación	8.391.034	8.391.034	8.391.034
Flujo de Caja Bruto	8.676.518	8.676.518	8.676.518
Incremento en el capital de trabajo	0	0	0
Gastos de capital	0	0	0
Incremento neto en otros activos	0	0	0
Inversión Bruta	0	0	0
Flujo de Caja en Operaciones (FO)	8.676.518	8.676.518	8.676.518
Flujo de Caja proveniente de otras inversiones	0	0	0
Flujo de Caja Disponible para los Inversores	8.676.518	8.676.518	8.676.518
Intereses netos después de Impuestos	6.030	616.539	1.264.797
Flujo de Caja Libre Disponible (FL)	8.670.488	8.059.978	7.411.720

Los resultados que aparecen en la Tabla 4, indican que para ese nivel de rentabilidad económica sobre la base del flujo de caja en operaciones R_{EFO} 26.81%, la mejor alternativa de financiamiento es la "B" que permite obtener una rentabilidad financiera sobre la base del flujo de caja libre disponible R_{FFL} del 60.52% que presupone un endeudamiento L del 1.35%. La mayor contribución del financiamiento a la eficiencia empresarial CFEE se puede obtener con esta alternativa, siendo del 33.71%.

Tabla 4: Resumen para los escenarios proyectados.

	A	B	C
R_{EFO}	26,81%	26,81%	26,81%
R_{FFL}	54,56%	60,52%	57,81%
Costos financieros fijos k_d	0,02%	1,91%	3,91%
Grado de endeudamiento L	1,04	1,35	1,35
MVA	26,79%	24,91%	22,90%
CFEE	27,74%	33,71%	31,00%

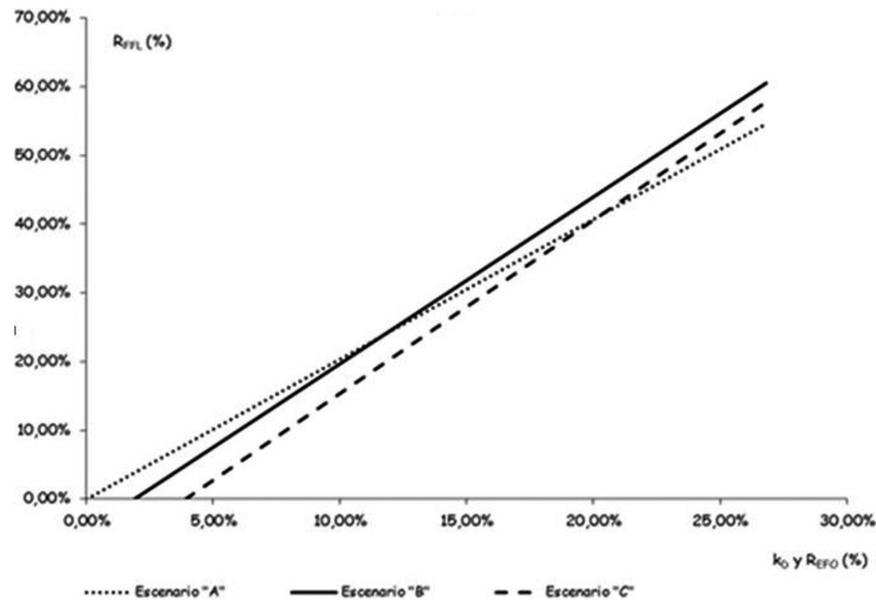
Ciertamente en término de valor, el flujo de caja libre disponible para los dueños que se alcanza en el escenario "B" no es el mayor de todos los que se evaluarían como se apreció en la tabla 3, dado los costos financieros fijos que presupone. Este flujo se alcanza

al pasar el 25% de la cuenta de capital a crédito a largo plazo lo que provoca una disminución del flujo de caja libre disponible para los dueños en este escenario, pero a su vez, se logra maximizar la rentabilidad financiera (60.52%) y mayor contribución del financiamiento a la eficiencia empresarial (33.71%), expresado en la Tabla 4.

Por los resultados de la etapa tres, la mejor estructura financiera de la entidad es la que se propone en el escenario "B", conformada por el 26. 11% de recursos ajenos y el 73. 89% de recursos propios, evidenciándose la validez del método Rentabilidad con base en el flujo de caja para entidades hoteleras de capital mixto. La demostración gráfica del mejor escenario de financiamiento para diferentes niveles de rentabilidad económica sobre la base del flujo en operaciones R_{EFO} se puede observar en el Gráfico 1. Allí se aprecia que entre los escenarios "A", "B" y "C" el mejor sería "B", que presupone que el 25% de la cuenta de capital pase a financiarse con un crédito a largo plazo, demostrándose que para ser dueño no se necesita una participación tan alta en el patrimonio.

Del Gráfico1 resulta que el escenario "A" es el que garantiza mayor rentabilidad financiera sobre la base del flujo de caja libre disponible para niveles más bajos de rentabilidad económica sobre la base del flujo en operaciones. Se puede apreciar en el gráfico como no tienen punto de indiferencia los escenarios "B" y "C". En determinado nivel (8.05%) de R_{EFO} "A" y "B" resultan indiferentes, alcanzando a partir de ese nivel de R_{EFO} mayor rentabilidad financiera sobre la base

Gráfico 1: Rectas que caracterizan el grado de endeudamiento para los escenarios propuestos.



Los resultados obtenidos comprueban las ventajas de utilizar los indicadores que consideran el flujo de caja de la empresa, que es en definitiva la fuente que va a garantizar la satisfacción de los costos financieros fijos de los acreedores, la devolución de los créditos que corresponda en cada momento, el aporte por el rendimiento de la inversión al estado en su condición de dueño, las reservas descentralizadas de

la empresa y la satisfacción de los trabajadores mediante el empleo del fondo de estímulo creado a partir de la utilidad.

En la realidad la estructura de financiamiento es única para cada empresa, donde lo importante es la utilización correcta del financiamiento que permita generar flujos de caja positivos para poder devolver lo que se pide prestado y demás obligaciones.

Conclusiones

A partir de los resultados obtenidos en esta investigación, se arribó a las siguientes conclusiones:

1. En Cuba se dificulta la aplicación de las teorías y métodos sobre estructura financiera, pues el tipo de propiedad, el mercado y el entorno financiero y fiscal es diferente para el que éstas fueron propuestas.
2. El entorno financiero actual y el marco regulatorio marcan a los hoteles de capital mixto prácticamente por igual, demostrándose la necesidad de

determinar la estructura financiera en base al flujo de caja.

3. Para las entidades hoteleras cubanas de capital mixto se propone que se desarrolle el método de las rentabilidades con base en el flujo de caja a través de sus cuatro indicadores y en tres etapas.
4. La aplicación del método propuesto permitió cumplir el objetivo, al determinar la estructura financiera óptima a través del método rentabilidad con base al flujo de caja contribuyendo al aumento de la eficiencia empresarial en una entidad hotelera de capital mixto.

Referencias

- Alarcón, A. (2009): **Procedimiento para el Análisis del Efecto de la Estructura Financiera de las Empresas Mixtas Hoteleras en el Flujo de Caja del Estado: Estudio de Casos**. Tesis en Opción al Grado de Doctor en Ciencias Contables y Financieras. Cuba: Universidad de Camagüey. (No publicado).
- Aybar, C.; Casino, A. y López, J. (2004): **Efectos Financieros y Estratégicos sobre la Estructura de Capital de la Pequeña y Mediana Empresa**. *Revista Moneda y Crédito*. No. 219:2-7. ISSN: 0026-959X.

- Baxter, N. (1967): Leverage, **Risk of Ruin, and the Cost of Capital**. [En línea]. *The Journal of Finance*. Vol. 22: 395-403. ISSN: 1540-6261.
- Betancourt, A. (2007): **Estructura Financiera de las Empresas en Uruguay**. [En línea]. Disponible en: <http://www.bcu.gub.uy/autoriza/peiees/tj9907.pdf>. Consulta: 2011, Noviembre 24.
- Brealey, R. y Myers, S. (1993): **Fundamentos de Financiación Empresarial**. España: McGraw-Hill. 4ta. Ed.
- Brigham, E.; Gapeski, L. y Ehrhardt, M. (1999): **Financial Management. Theory and Practice**. Texas: Dryden Press, Fort Worth. 9na. Ed.
- Dobson, J. (1994): **Theory of the Firm: Beyond the Sirens. Economics and Philosophy**. No.10:73-89. ISSN: 0266-2671.
- Donaldson, G. (1961): **Corporate Debt Capacity: A Study of Debt Capacity**. Cambridge, Mass.: Harvard Graduate School of Business Administration / Harvard, Division of Research.
- Durand, D. (1952): **Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement**. En: *National Bureau of Economic Research (Comp.): Conference on Research in Business Finance*. (Pp. 215-247). Nueva York, USA. ISBN: 0-87014-194-5.
- Fama, E.F. y French K. R. (2001): **Testing Trade Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt**. *Review of Financial Studies*. Vol. 15:1-33. ISSN: 1465-7368.
- Fernández, L. (2001): **La Estructura Financiera Óptima de la Empresa: Aproximación Teórica**. [En línea]. Disponible en: <http://www.5campus.com/leccion/poldiv>. Consulta: 2012, Diciembre 15.
- González, L. E. (2011): **Procedimientos para Determinar La Estructura Financiera del Hotel Meliá Cayo Coco**. Tesis en opción al título de máster en Gestión Turística. Cuba: Universidad de Ciego de Ávila. (No publicado).
- Jensen, M. y Meckling, W. (1976): **Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure**, *Journal of Financial Economics*. Vol. 3. No. 4: 305-360. ISSN: 0924-6002.
- Jordan, J.; Lowe, J. y Taylor, P. (1998): **Strategy and Financial Policy in UK Small Firms**. *Journal of Business Finance & Accounting*. Vol. 25. No.1:1-27. ISSN: 1468-5957.
- Kochhar, R y Hitt, M. (1998): **Research Notes and Communications Linking Corporate Strategy to Capital Structure: Diversification Strategy, Type and Source of Financing**. *Strategic Management Journal*. Vol. 19:601-610. ISSN: 1097-0266.
- Kim, E. (1978): **A Mean Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity**. *The Journal of Finance*. Vol. 33. No. 1:45-63. ISSN: 1540-6261.
- Kraus, A. y Litzenberger, H. (1973): **A State Preference Model of Optimal Financial Leverage**. *The Journal of Finance*. Vol. 24. No. 4:911-922. ISSN: 1540-6261.
- Leland H. y Pyle D. (1977): **Information Asymetrics Financial Structure, and Financial Intermediation**. *The Journal of Finance*. Vol. 32:371-388. ISSN: 1540-6261.
- Mascareñas, J. (2007): **La Estructura de Capital Óptima**. [En línea]. Disponible en: <http://www.ucm.es/info/jmas/mon/17.pdf>. Consulta: 2012, Diciembre 17.
- Menéndez, E. (2003): **Does Diversification Strategy Matter in Explaining Capital Structure? Some Evidence from Spain**. *Applied Financial Economics*. Vol. 13:427-430. ISSN: 1466-4305.
- Modigliani, F. y Miller, M. (1963): **Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: a Correction**. *American Economic Review*. Vol. 53, No. 3:433-4433. [En línea]. Disponible en: <http://www.jstor.org/discover/10.2307/1809766?uid=3739296&uid=2&uid=4&sid=21103766122001>.
- Myers, S. (1977): **Determinants of Corporate Borrowing**. *Journal of Financial Economics*. Vol. 5. No. 2:147-175. [En línea]. Disponible en: <https://www2.bc.edu/~chemmanu/phdfincorp/MF891%20papers/Myers%201977.pdf>.
- Myers, S. (1984): **The Capital Structure Puzzle**. *The Journal of Finance*. Vol. 39. No. 3:575-592. ISSN: 1540-6261.
- Myers, S. y Majluf, N. (1984): **Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information those Investors do not Have**. *Journal of Financial Economics*, Vol. 33. No.2:187-221. ISSN: 0924-6002.
- Reyes, M. (2001): **Teoría y Práctica de la Estructura Financiera Empresarial y la Eficiencia. Estudio de Casos en Cuba**. Tesis en Opción al Grado de Doctor en Ciencias Económicas. Cuba: Universidad de La Habana. (No publicado).
- Ross, S. (1977): **The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach**. *The Bell Journal of Economics*. Vol. 8:23-40. [En línea]. Disponible en: <http://www.jstor.org/discover/10.2307/3003485?uid=3739296&uid=2&uid=4&sid=21103766122001>.
- Ross, S.; Westerfield, R. y Jaffe, J. (2002): **Finanzas Corporativas**. México: McGraw-Hill. 5ta. Ed.
- Salloum, C. y Vigier, H. (2007): **Sobre la Determinación de la Estructura de Capital en la Pequeña y Mediana Empresa**. [En línea]. Disponible: <http://www.aaep.org.ar>. Consulta: 2007, septiembre 15.
- Suárez, S. (1993): **Decisiones Óptimas de Inversión y Financiación en la Empresa**. Madrid: Pirámide.
- Weston, J. y Brigham, E. (1995): **Fundamentos de Administración Financiera**. México: McGraw-Hill. 10ma. Ed.

