

# La estructura financiera y su impacto en los resultados económico – financieros de las empresas cubanas

## *The Financial Structure and its Impact on Financial -Economic Results in Cuban Companies*

MSc. *María Esperanza González-del-Foyo*<sup>1</sup>, [mapy@uo.edu.cu](mailto:mapy@uo.edu.cu); M.D.E. *René Abdón Basantes-Avalos*<sup>2</sup>, [renebasant69@yahoo.es](mailto:renebasant69@yahoo.es); M.D.E. *Jenny Lilián Basantes-Avalos*<sup>3</sup>, [jebasantes@epoch.edu.ec](mailto:jebasantes@epoch.edu.ec); M.D.E. *Ernesto Marcelo Bonilla-Torres*<sup>3</sup>, [ebonilla@epoch.edu.ec](mailto:ebonilla@epoch.edu.ec)

<sup>1</sup> *Universidad de Oriente, Santiago de Cuba, Cuba;* <sup>2</sup> *Universidad Nacional de Chimborazo, Ecuador;* <sup>3</sup> *Escuela Superior Politécnica de Chimborazo, Ecuador*

### Resumen

La estructura financiera se refiere a la forma en que una empresa financia sus activos a través de una combinación de capital, deuda o valores híbridos. Las decisiones de financiación tienen importancia en la gestión empresarial, de ellas dependen en gran medida la viabilidad y rentabilidad de los negocios. De ahí la necesidad que los directivos conozcan y analicen la estructura de financiamiento con el objetivo de evaluar el impacto en sus resultados desde el punto de vista del riesgo, costo y rendimiento. En el artículo se fundamentan las teorías principales de la estructura financiera, y los enfoques para su estudio. A partir de ello, se realizan consideraciones sobre esta problemática en la economía cubana y se aplican técnicas para evaluar el impacto de la forma de financiamiento en el riesgo y el rendimiento tomando como objeto de estudio la Empresa “Cecilio Sánchez Valiente” de Santiago de Cuba.

**Palabras clave:** estructura financiera, financiamiento, riesgo y rentabilidad financiera.

### Abstract

The financial structure refers to the way a company finances its assets through a combination of equity, debtor hybrid securities. Financial decisions are important in business management, on which heavily rely the viability and rentability of business. Hence the need for managers to know and analyze the financing structure in order to evaluate the impact on its results from the point of view of risk, cost and performance. In the article the main theories of financial structure are based, and the different approaches for its study. Considerations are made on this issue in the Cuban economy, and techniques are applied to evaluate the impact of financing in the form of risk and performance against the company on the “Cecilio Sanchez Valiente” in Santiago de Cuba.

**Keywords:** financial structure, financing, risk and financial rentability.

## **Introducción**

Para las empresas, la determinación de la estructura de financiamiento es relevante, pues la alta gerencia debe realizar un análisis detallado de cuál fuente de financiamiento debe utilizar en un negocio, teniendo presente que tanto las decisiones de inversión como de financiación tienen implicaciones en el rendimiento de la empresa. La importancia de estas decisiones se sustenta en que las tasas de interés son cada vez más inestables, provocando que el costo del dinero varíe en corto tiempo; por tanto, es un proceso complejo y representa una responsabilidad para las personas que asumen tal compromiso. La valoración de alternativas de obtención de los fondos necesarios para inversión, que determinan en gran medida el éxito de una organización económica, son el fruto de una gerencia inteligente y preparada.

Las empresas habitualmente disponen de sumas limitadas de recursos monetarios para operar, el llamado racionamiento de capital, por esta razón necesitan conocer las ventajas y desventajas de cada fuente de financiamiento a la que pueden acceder para cubrir las erogaciones por las inversiones realizadas.

En la búsqueda de una mejor estructura de financiamiento influyen una serie de factores, tales como, la administración eficiente de los recursos monetarios y un uso efectivo de las fuentes de financiamiento. La combinación de estos elementos posibilitará la obtención de resultados favorables y el crecimiento sostenido de la empresa.

En los Lineamientos Económicos y Sociales del VI Congreso del PCC (2011), en el número 16 puede leerse: “Las empresas deciden y administran su capital de trabajo e inversiones hasta el límite previsto en el plan”. Asimismo, en el número 17 se establece:

Las empresas estatales o cooperativas que muestren sostenidamente en sus balances financieros pérdidas, capital de trabajo insuficiente, que no puedan honrar con sus activos las obligaciones contraídas o que obtengan resultados negativos en auditorías financieras, serán sometidas a un proceso de liquidación o se podrán transformar en otras formas de gestión no estatal, cumpliendo con lo que se establezca al respecto (PCC, 2011).

Todos estos elementos brindan un marco de actualidad a la temática en el contexto de la actualización del Modelo Económico Cubano. Se deben analizar con profundidad los problemas que obstaculizan el desarrollo de la actividad económico-financiera, pues resulta habitual para los directivos del sector empresarial evaluar solo los indicadores deteriorados, sin prestar atención al origen o tomar decisiones sin visión de futuro.

La función social de las empresas cubanas es proveer de recursos financieros y económicos al Estado, así como cumplir la misión para la cual fueron creadas. Por tal motivo, estas no solo deben determinar aquella estructura que le genere una mayor utilidad por peso de capital propio invertido, sino también deben determinar aquella que le genere el mayor flujo de efectivo proveniente de las operaciones por peso de patrimonio aportado.

La aplicación de técnicas de análisis para evaluar la estructura financiera de una empresa posibilita identificar no solo los factores que inciden en la marcha de la organización sino su evolución en el tiempo. La complejidad de este proceso radica en la selección de la estructura óptima para gestionar los activos y sus fuentes de financiamiento en condiciones de incertidumbre nacional.

A partir de estas consideraciones este artículo persigue como objetivo mostrar las herramientas que las empresas cubanas pueden emplear para evaluar su estructura financiera y conocer su impacto en los resultados económico – financieros, tomando como caso de estudio la Empresa Integral de Servicios Automotor “Cecilio Sánchez Valiente” (EISA). El conocimiento de dichas técnicas de análisis favorece el proceso de toma de decisiones de los directivos con criterios fundamentados en el entorno de la economía nacional actual.

### **Fundamentación teórica**

Una buena planeación y administración financiera es un elemento vital para la planificación óptima de los recursos económicos en una empresa, y para poder hacer frente a todos los compromisos económicos presentes y futuros, ciertos e inciertos, con la premisa de reducir los riesgos e incrementar su rentabilidad. A este fin contribuye la forma en que las empresas se proveen del financiamiento necesario para la continuidad de sus operaciones y la realización de las inversiones necesarias.

Existen definiciones de fuentes de financiamiento ofrecidas por diferentes autores, Brealey (1993) plantea que es la manera de cómo una entidad puede conseguir fondos o recursos financieros para llevar a cabo sus metas de crecimiento. Según Almaguer López (2012), el financiamiento es la concesión de recursos financieros para la ejecución de un proyecto. Domínguez (2005) plantea que el financiamiento empresarial puede definirse como la obtención de recursos o medios de pago, que se destinan a la adquisición de los bienes de capital que la empresa necesita para cumplir sus fines.

En resumen, las fuentes de financiación son todos aquellos mecanismos que permiten a una empresa contar con los recursos financieros necesarios para el cumplimiento de sus objetivos de creación, desarrollo, posicionamiento y consolidación empresarial.

El problema del financiamiento se puede resumir en tres aspectos: fracasos por falta de capital, no tener presente que todo capital adquirido siempre tiene un costo y la necesidad de una adecuada elección entre financiación a largo plazo y a corto plazo que, consecuentemente, determinan el capital de trabajo necesario; este último factor depende de las características de la empresa, debiendo definirse la combinación más adecuada.

Para establecer los tipos de fuentes de financiamiento los autores estudiados (Westony y Brigham, 2006; Brealey, Myers y Allen, 2006; Mascareñas, 2004; Gitman, 2006) tienen en cuenta las siguientes clasificaciones: según su nivel de exigibilidad y según su procedencia.

Según su nivel de exigibilidad estos pueden ser a corto o largo plazo. Según su procedencia, los recursos financieros pueden ser propios o ajenos: los primeros son los que fueron puestos a disposición de la empresa cuando se constituyó la misma y, en principio, este no tiene que ser reembolsado; los segundos son los fondos prestados por elementos exteriores a la empresa.

El equilibrio financiero está relacionado con las adecuadas proporciones que deben existir entre las distintas fuentes de financiamiento que una entidad tiene a su disposición. Una empresa tiene equilibrio financiero cuando posee una estructura económica que le permite ir haciendo frente, en cuantía y vencimiento, a sus obligaciones. Para ello, deben cumplirse los siguientes principios:

1. La política de créditos de la empresa a corto plazo se debe basar en el nivel de ventas pues determina los desfases de tesorería. La política de obtención de recursos a largo plazo debe estar basada en la rentabilidad que hace viable la devolución de esta financiación.
2. La obtención de los créditos a largo plazo se debe basar en los beneficios y en los recursos que genera la entidad lo que determina la capacidad de amortización de estos créditos.
3. El activo circulante “permanente” (Weston, 2006) y el activo fijo, inversiones que se consideran estables en la empresa, deben financiarse con recursos permanentes, fondos propios y ajenos a largo plazo, de forma que solo se

---

financie con recursos a corto plazo aquella parte del activo circulante cuya posible realización no ponga en peligro la continuidad de la empresa.

Las estructuras de financiamiento responden a las estrategias financieras, las cuales son planes funcionales que apoyan las estrategias globales de la empresa, previendo suficientes recursos monetarios y creando una apropiada combinación de fuentes (Gitman, 2006). En este sentido Aguirre (1992) define la estructura de financiación como: “la consecución del dinero necesario para el financiamiento de la empresa y quien ha de facilitarla”. Weston y Copeland, (1995) la definen como la forma en la cual se financian los activos de una empresa.

Para expertos como Damodaran (1999) y Mascareñas (2004) la estructura financiera debe contener las deudas que impliquen el pago de intereses, sin importar el plazo de vencimiento de las mismas; sin embargo, hay autores como Brealey (2006) y Ross (1997) que consideran relevante darle más importancia a la estructura de los recursos que financian las operaciones a largo plazo. Por su parte Weston y Brigham (2006) definen que: “La óptima estructura de capital es la que logra un equilibrio entre el riesgo y el rendimiento y por tanto maximiza el precio de la acción”.

Otros autores como Franco Modigliani y Merton H. Miller (citados por Brealey, 2006) opinan que no existe una estructura óptima de capital, pero están de acuerdo en lo conveniente que resulta una estructura donde los capitales permanentes, ya sean capitales propios o deuda, predominen sobre la deuda a corto plazo.

No existe una receta mágica que otorgue a la empresa el financiamiento ideal. En el campo de la financiación empresarial se involucra un costo de financiamiento, por tanto, puede considerarse un portafolio de financiamiento, el cual debe buscar minimizar el costo de las fuentes de recursos para un nivel dado de riesgo. En resumen, la empresa deberá endeudarse en la medida que sus utilidades en operación actuales y esperadas soporten el cargo fijo de la deuda y las necesidades de inversión que esta tenga.

Existen criterios esenciales a tener en cuenta para determinar la estructura financiera óptima, considerando que esta puede ser alcanzada, como la relación riesgo–rendimiento que constituye el axioma central de la administración financiera empresarial. El riesgo de la empresa resulta un aspecto sumamente importante que ejerce una influencia decisiva en las utilidades que esta pueda obtener y, por ende, en su valor. A los efectos de esta investigación conviene distinguir en el riesgo empresarial total sus dos factores determinantes: el riesgo económico y el financiero.

- **Riesgo económico:** se deriva de la inestabilidad de la Utilidad Antes de Intereses e Impuestos (UAI). Esta utilidad depende, en gran medida, de la estructura económica de la empresa, es decir, de la capacidad que generan sus activos, de aquí que el riesgo económico tenga su origen en todas aquellas causas que puedan afectarla.
- **Riesgo financiero:** se deriva de la inestabilidad de la Utilidad Neta o Utilidad después de Intereses e Impuestos (UDII). A diferencia de la Utilidad Antes de Intereses e Impuestos, la Utilidad Neta, además de estar determinada por la primera, responde a la gestión sobre el financiamiento que la empresa debe realizar, por lo que está en función de la estructura de sus fuentes de financiamiento, considerando además que una de estas fuentes (la deuda) está exenta del pago de impuestos.

Por otra parte, la estructura de financiamiento es relevante para la determinación del costo de capital. Los porcentajes de participación en la estructura de capital son determinantes del grado de riesgo en la inversión, tanto de los inversionistas como de los acreedores. El costo de capital y la estructura financiera de la empresa son dos aspectos inseparables para su análisis. Brealey y Myers (2006) comparten el criterio que el costo de capital es la rentabilidad esperada de una cartera formada por los títulos de la empresa, es decir, el costo de capital. Se refiere a la suma ponderada del costo de financiarse con el dinero de proveedores, otros acreedores, los recursos bancarios y no bancarios, las aportaciones de los accionistas y las utilidades retenidas.

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, sin embargo, todos se interrelacionan en un solo costo que se le denomina costo total o costo medio ponderado de capital para la empresa. Al respecto, Mascareñas (2004) plantea que: “El costo medio ponderado de capital se obtiene a través de la combinación de los costos individuales de cada fuente financiera a largo y medio plazo con sus respectivas ponderaciones”.

Las tendencias para analizar la “Estructura óptima de capital” se dividen esencialmente en los que apoyan la teoría que este óptimo se puede llegar a consolidar dentro de la empresa y los partidarios de que ese óptimo no existe. Se presentan, entonces, los siguientes enfoques:

**El enfoque de la Utilidad Neta de Operación:** la suposición para este enfoque es que existe una tasa global de capitalización de la empresa para cualquier grado de

apalancamiento. El mercado capitaliza el valor de la empresa en forma global y como resultado de ello el desglose entre deuda y capital no tiene importancia. Los principales partidarios de este enfoque son Modigliani y Miller (MM), los cuales en sus estudios referenciados por los autores más importantes en materia de finanzas como Brealey, Myers, Allen, Weston, Ross, entre otros, afirman que la relación entre el apalancamiento y el costo de capital queda explicada por el enfoque de la Utilidad Neta de Operación; argumentan que el riesgo total para todos los poseedores de valores de la empresa no resulta alterado por los cambios en la estructura de capital y, por ende, es el mismo independientemente de la combinación de financiamiento.

Esta teoría demostró, bajo un conjunto de supuestos muy restrictivos, que debido a la deducibilidad fiscal de los intereses sobre las deudas, el valor de una empresa aumentará continuamente a medida que usen más deudas y, por lo tanto, su valor se verá maximizado al financiarse casi totalmente con deudas. La proposición II de MM expresa: la rentabilidad esperada de las acciones de una empresa ( $r_e$ ) crece proporcionalmente a la razón de endeudamiento (Deuda/Capital) y la tasa de crecimiento depende del diferencial entre el rendimiento de los activos ( $r_a$ ) y el rendimiento de la deuda ( $r_d$ )

$$r_e = r_a + D/E (r_a - r_d)$$

Los inversores demandan mayor rentabilidad sobre el capital propio con apalancamiento. La rentabilidad esperada aumenta para compensar el riesgo incremental. De acuerdo a estos autores la decisión de estructura de capital se reduce a las expectativas de renta operativa. El efecto del apalancamiento depende de la renta que alcance la empresa, si la renta operativa es mayor la empresa se beneficiará con el financiamiento con deudas.

**El enfoque tradicional:** propone que la empresa puede reducir su costo de capital y aumentar el valor total mediante el uso razonable del apalancamiento. Esto lleva a que el costo de capital no sea independiente de la estructura de capital de la empresa y que si existe una estructura de capital óptima. En condiciones menos restrictivas se han examinado los efectos entre la estructura de capital y el valor de la empresa, obteniendo como resultado que el problema es encontrar la estructura de capital óptima basada en los beneficios de la deuda (escudo impositivo) que permita deducir gastos de intereses para el pago de impuestos y los costos de la deuda, referidos a la probabilidad



aumentada de quiebra, la existencia de costos de agencia (supervisión del prestamista) y los costos de la información de los administradores.

Existen otras teorías sobre la estructura de capital como la Teoría de la intercompensación Beneficio fiscal / Costos de quiebra, conocida como la Teoría del equilibrio de la estructura de capital (Brealey, Richard A. Myers Stevart C, Allen, Franklin, 2006). Según esta teoría al ser los intereses deducibles para el pago de impuestos hacen a las deudas menos costosas que el capital propio. El valor de la empresa será mayor mientras más deuda utilice.

Sin embargo, las tasas de interés aumentan a medida que se incrementa la razón de endeudamiento, la Utilidad antes de Intereses e Impuestos disminuye a niveles extremos de apalancamiento y las tasas fiscales disminuyen a altos niveles de deuda y reduce el valor esperado de la protección fiscal y, por último, la probabilidad de quiebra (costos) aumenta cuando se incrementa la razón de endeudamiento. En un punto determinado los costos relacionados con la quiebra se vuelven cada vez más importantes y reducen los beneficios fiscales de la deuda a una tasa creciente. Entonces, la estructura óptima de capital será aquella donde los beneficios marginales de la protección fiscal se igualan a los costos marginales relacionados con la deuda.

La presencia de los costos de insolvencia y del ahorro fiscal resultante del endeudamiento es una realidad para el sector empresarial estatal cubano lo que permite reconocer en este plano de análisis la necesidad de determinar la estructura financiera, si no óptima, la más conveniente para estas empresas.

Otra teoría difundida en el campo del financiamiento es la Teoría del señalamiento o Teoría de la clasificación jerárquica basada en la mejor información de los administradores acerca de las empresas, y cada decisión que esta tome constituye una señal para los inversores. La información asimétrica podría justificar la preferencia de los administradores por la jerarquía de financiamiento que inicia con las Utilidades Retenidas, después financiamiento con deudas y, finalmente, financiamiento con capital accionario.

La estructura de capital está muy ligada al concepto de apalancamiento financiero; existen diferentes formas de conceptualizarlo. Weston (2006) lo define como la medida en la cual se usan valores de renta fija (deudas y acciones preferentes) en la estructura de capital de una empresa. La condición necesaria para que se produzca el apalancamiento amplificador es que la rentabilidad de las inversiones sea mayor que el



tipo de interés de las deudas. Es un indicador del nivel de endeudamiento de una organización en relación con su activo o patrimonio, esta idea no es del dominio del empresariado cubano.

Según Gitman (2006) la estructura del capital de una empresa afecta directamente las razones de endeudamiento o apalancamiento. Estas tienen algunas consecuencias:

- Examinan el capital contable, o fondos aportados por los propietarios, para buscar un margen de seguridad. Si los propietarios han aportado solo una pequeña proporción de la financiación total, los riesgos de la empresa son asumidos principalmente por los acreedores.
- Reuniendo fondos por medio de la deuda, los propietarios obtienen los beneficios de mantener el control de la empresa con una inversión limitada.
- Si la empresa obtiene mayor ganancia con los fondos tomados a préstamo que lo que paga de interés por ellos, la utilidad de los empresarios es mayor. En el primer caso, cuando el activo tiene una rentabilidad mayor que el costo de las deudas, el apalancamiento es favorable; en el segundo es desfavorable.

Las empresas con razones de apalancamiento bajas tienen menos riesgos de pérdidas cuando la economía se encuentra en una recesión, pero también son menores las utilidades esperadas cuando la economía está en auge. Las perspectivas de grandes ganancias son convenientes, pero los inversionistas son reacios en correr riesgos.

El riesgo financiero es aquella porción del riesgo de los accionistas por encima del riesgo comercial que resulta del uso del apalancamiento financiero. Este se mide a través del grado de apalancamiento financiero, o sea, la sensibilidad que tiene la variación unitaria o porcentual de la Utilidad Antes de Intereses e Impuestos en la Utilidad Neta, es decir, en qué medida un cambio en las primeras afecta a la Utilidad Neta. Este efecto puede ser positivo, negativo o neutro.

El aumento del apalancamiento financiero ocasiona un riesgo creciente, pues los pagos financieros mayores obligan a la empresa a mantener un nivel alto de utilidades para continuar con la actividad productiva y si la empresa no puede cubrir estos pagos, puede verse obligada a cerrar por aquellos acreedores cuyas reclamaciones estén pendientes de pago. El administrador financiero tendrá que decir cuál es el nivel aceptable de riesgo financiero.

El Grado de Apalancamiento Financiero (GAF) es una medida cuantitativa de la sensibilidad de las utilidades por acción de una empresa. El Grado de Apalancamiento Financiero (GAF) se puede definir como el porcentaje de cambio en las utilidades por acción (UPA) como consecuencia de un cambio porcentual en las utilidades antes de impuestos e intereses (UAI).

En la mayoría de las empresas cubanas que han sido analizadas no existe la cultura de valorar las fuentes de financiamiento con un enfoque de estructura óptima. Esto se debe, en cierta medida, a la forma en que se concibe el financiamiento en muchas entidades económicas, factores como el déficit de financiamiento que se cubre con recursos asignados por el Organismo Superior, el desconocimiento de los servicios bancarios en todas sus modalidades, así como las regulaciones establecidas en cuanto al acceso a este tipo de financiamiento.

Por otro lado, en ocasiones, cuando se acude al Banco, no se realizan negociaciones de los contratos de crédito como consecuencia del desconocimiento de los directivos de sus proyecciones de rentas futuras por lo que no se explotan las alternativas que estas instituciones ofrecen. El financiamiento bancario a largo plazo solo se emplea cuando se aprueba una inversión con este tipo de fuente.

No es habitual en las empresas cubanas el análisis de su estructura financiera ni el impacto que la misma tiene en el riesgo y el rendimiento financiero medido por sus razones de rentabilidad, lo que lleva a la toma de decisiones de financiamiento que pueden afectar la obtención de mayores rendimientos en el marco en el que realizan sus operaciones.

### **Métodos utilizados**

Con el objetivo de evaluar las implicaciones de costo, riesgo y rendimiento que tiene la estructura de capital en los resultados de la empresa, se pueden aplicar las siguientes técnicas:

**1.-Análisis estructural de los pasivos** con la técnica del Análisis Comparativo Vertical para un periodo de tiempo de 3 a 5 años con la finalidad de conocer de dónde provienen los recursos de la empresa y realizar una distinción en cuanto al origen de ellos y su duración.

Una vez conocida la estructura tendencial de las diferentes partidas se deben analizar, de forma individual, las cuentas componentes de cada uno de los grupos que aparecen en la

derecha del Balance General. En el caso de los pasivos acumulados, al ser una fuente espontánea de financiamiento sin costo explícito y sobre la cual es muy difícil incidir pues se origina de la misma operatividad del negocio, se observará su evolución en el tiempo.

El crédito comercial o financiamiento de proveedores es, frecuentemente, la fuente fundamental de financiamiento de las medianas y pequeñas empresas, en el caso de Cuba; para un número significativo de organizaciones es también la fuente de financiamiento principal por la reticencia de las entidades a solicitar financiamiento bancario a corto plazo. Para este grupo se propone aplicar el Método ABC, con el objetivo de clasificar los proveedores y centrar la atención en aquellos que tienen un peso significativo en la gestión económica financiera de la organización. Se propone clasificar a los proveedores a través del volumen de compras efectuadas por la entidad en un periodo de un año (último ejercicio económico previo al análisis), respondiendo al siguiente esquema:

<b>Proveedores</b>	<b>Compras</b>	<b>Frecuencia Relativa (%)</b>	<b>Frecuencia Acumulada (%)</b>	<b>Clasificación</b>
--------------------	----------------	--------------------------------	---------------------------------	----------------------

Los proveedores quedan agrupados en tres grupos: **Grupo A:** comprende el conjunto de proveedores que tienen una Frecuencia Acumulada menor igual que 0,80. Estos proveedores, en su mayoría, son habituales y los de mayor importancia para la empresa. **Grupo B:** se refiere al conjunto de proveedores que tienen una Frecuencia Acumulada mayor que 0,80 y menor o igual que 0,95. Este grupo puede estar constituido por algunos proveedores habituales (cuyos niveles de venta son menores) y ocasionales. **Grupo C:** agrupa al conjunto de proveedores que tienen una Frecuencia Acumulada mayor que 0,95. Fundamentalmente este grupo está compuesto por proveedores eventuales.

En el caso del financiamiento bancario se deben considerar los gastos de intereses bancarios y la capacidad de devolución del préstamo de acuerdo a la renta generada y a la modalidad pactada.

**2.-Analizar el apalancamiento financiero mediante razones financieras;** en la práctica, este se realiza de dos modos. Un enfoque consiste en examinar las razones del Balance General y determinar el grado con que los fondos pedidos a préstamo han sido usados para financiar la empresa. El otro enfoque mide los riesgos de la deuda por las

razones del Estado de Pérdidas y Ganancias que determinan el número de veces que los cargos fijos están cubiertos por las utilidades de operación. Las razones que deben emplearse son:

**Razones del Balance General:** endeudamiento del Activo o Razón deuda-capitalización total, Razón deuda-capital contable, Apalancamiento o Multiplicador del capital Contable.

**Razones del Estado de Resultado:** cobertura para el pago de intereses y el Costo de la Deuda.

**3.-Evaluar el efecto del apalancamiento financiero medido a través del Grado de Apalancamiento Financiero (GAF)** que expresa el cambio porcentual en las utilidades disponibles por acción para los accionistas comunes que resulta de un cambio porcentual determinado en las utilidades antes de intereses e impuestos (UAI). Puede calcularse como:

$$\text{Grado de apalancamiento financiero (GAF)} = \text{UAI} / \text{UAI} - \text{I}$$

donde

UAI: Utilidad antes de intereses e impuestos, I: Intereses.

**4.- Análisis del efecto del financiamiento en la rentabilidad,** debido a la deducibilidad fiscal de los intereses sobre las deudas el uso de las mismas produce un ahorro fiscal. En el caso de la economía cubana, y en particular en la empresa estudiada para analizar este efecto, se puede simplificar el Estado de Resultados<sup>1</sup> de la empresa y calcular cómo influye el pago de intereses provocado por el financiamiento con deudas y el ahorro fiscal que produce, es decir, determinar el costo y el beneficio del endeudamiento.

**5.- Análisis del efecto del financiamiento en la empresa a través del Método Dupont.** El objetivo final de toda empresa deberá estar dirigido a elevar su rentabilidad financiera como indicador máximo en el cual se materializan los efectos de una buena gestión empresarial, para ello se requiere trabajar vigilando el comportamiento de los ratios que la sustentan. El cálculo de la Rentabilidad Financiera (ROE), según la Ecuación Dupont ampliada, permite conocer el impacto de la forma de financiamiento

---

<sup>1</sup> Actualmente según Resolución del Ministerio de Finanzas y Precios de Cuba, este Estado Financiero recibe el nombre de Estado de Rendimiento Financiero, vigente desde 2016.

en la rentabilidad financiera, que expresa la utilidad obtenida por cada peso de capital invertido por los dueños.

## **Resultados y discusión**

La Empresa Integral de Servicio Automotor “Cecilio Sánchez Valiente” (EISA), tomada como ejemplo, tiene como misión garantizar un servicio de excelente calidad al transporte automotor, asegurar una fuerte presencia en el mercado interno y potenciar el desarrollo hacia la cuenca del Caribe. En la tabla 1 se presenta la estructura del pasivo de la EISA el periodo analizado partiendo de los datos del Balance General.

**Tabla 1: Análisis estructural de los Pasivos**

<b>Conceptos</b>	<b>UM</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Pasivos acumulados	%	1,42	3,30	3,77	7,23
Cuentas y Efectos por pagar	%	13,31	88,30	23,93	78,58
Cobros anticipados	%	5,50	4,98	4,92	3,64
Préstamos recibidos a corto plazo	%	5,14	3,42	22,85	10,40
<b>Total pasivo circulante</b>	%	25,37	100	55,47	99,85
Pasivos a largo plazo	%	78,58	–	44,33	–
Otros Pasivos	%	0,05	–	0,20	0,15
<b>Total de pasivos</b>	%	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Al analizar la composición de los pasivos se observa una variabilidad estructural en el periodo seleccionado, lo que no permite establecer un patrón de financiamiento estable. Los pasivos acumulados muestran una tendencia al incremento de un 126% en el periodo analizado. Esta es una fuente gratuita que se utiliza en la medida en que cada administrador gestiona sus entradas de efectivo, pues tiene la característica que son pagos a realizar en determinados momentos del ejercicio económico pero que el ingreso para solventarlos se produce constantemente.

El desglose por cuentas aparece en la tabla 2; al estudiar la composición de este grupo tampoco se puede establecer un patrón de financiamiento. Queda claro que el mayor peso se encuentra en la cuenta Obligaciones con el Presupuesto del Estado siguiéndole en orden las cuentas asociadas a los salarios, excepto en el 2014 donde ya se autoriza la creación de reservas provenientes de la depreciación

**Tabla 2: Composición de los Pasivos Acumulados**  
UM: Pesos

Cuentas	2011	%	2012	%	2013	%	2014	%
Obligaciones con el Presupuesto del Estado	67 357,18	37,49	154 754,32	56,40	81 856,93	29,15	27 253,02	6,92
Nóminas por Pagar	39 076,42	21,75	48 875,34	17,81	64,94	0,02	59 111,98	15,00
Retenciones por Pagar	15 636,52	8,70	11 113,67	4,05	719,38	0,26	9 252,39	2,35
Gastos Acumulados por Pagar	-		-		139 992,65	49,86	-	
Provisión para Vacaciones	47 087,61	26,21	53 128,59	19,36	49 603,92	17,67	28 957,73	7,35
Reservas provenientes de la de depreciación	-		-		-		264 988,22	67,28
Provisiones para Innovaciones	10 515,29	5,85	6 515,29	2,38	8 557,54	3,04	4 317,27	1,10
Total de Pasivos Acumulados	179 673,02	100	274 387,21	100	280 795,36	100	393 880,61	100

Para el estudio del crédito recibido de proveedores se tomaron las compras de cada uno de los proveedores que tienen relaciones contractuales con la empresa. Se tuvieron en cuenta los que suministran actualmente a la empresa. Es decir, como variable de clasificación se emplearon las compras al cierre del 2014 y se consideraron para la aplicación de la herramienta las cuentas: Cobros Anticipados, Cuentas y Efectos por Pagar al cierre del 2014. En la aplicación del método ABC se analizaron 23 proveedores en ambas monedas.

**Tabla 3: Resultados del Método ABC para los proveedores**

Clasificación	No. de proveedores	% de las compras
A	4	80,47
B	4	14,32
C	15	5,21
Total	23	100

Los suministradores AUTOIMPORT, TRANSIMPORT, Empresa “Conformadora 30 de Noviembre” y Empresa de Atención a Equipos (EMAE) clasificaron en el Grupo A con el 80,47 % de las compras efectuadas. Las empresas de este grupo representan un 17 % del total. Se procedió a su análisis, sus contratos y especificidades con vistas a trazar estrategias de compra, los principales elementos en los que se debe enfatizar en la contratación son: precios y facilidades de pago, calidad de las mercancías y periodo de garantía establecidos por el fabricante. Este análisis permite a su vez elaborar un perfil de los proveedores.

La empresa solicitó crédito bancario para Capital de Trabajo por 1 000 000,00 CUP en la modalidad de línea de crédito revolvente. El objetivo del financiamiento es solventar las deudas con los proveedores e incrementar el nivel de ingresos en las actividades de servicios. El préstamo fue convenido con el Banco de Crédito y Comercio (BANDEC) con tasa de interés anual del 5 % y tasa moratoria anual del 4 %. El prestamista cobrará al prestatario al momento de la disposición del crédito, comisión de 1,0 % por administración y 0,5 % por riesgo.

Además, solicitó un préstamo a FIMELSA en CUC con la modalidad de financiamiento simple para Capital de Trabajo con tasa de interés anual del 8,0 %, Comisión Flat: 0,5% (se descuenta de los fondos a colocar), Interés por mora: 2,0% y Periodo de vencimiento de 177 días. Los gastos asociados a esta forma de financiamiento aparecen en las tablas 4 y 5. Como se observa el gasto se refleja por monedas, debe tenerse presente que la existencia de la doble moneda puede distorsionar el análisis, aunque no afecta lo que se quiere demostrar.

**Tabla 4: Gastos Financieros en CUP**

<b>Sub-Cuentas</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>Tendencia</b>
Intereses	37 605,73	37 563,25	38 464,27	39 363,27	0,02
Comisiones Bancarias	5 432,49	7 011,68	2 231,35	8 897,20	0,28

Los intereses han tenido una tendencia al aumento del 2%, incremento poco significativo, lo que indica que el costo financiero de la deuda no presenta mucha dispersión, las comisiones bancarias tienden al incremento en 28 %.

**Tabla 5: Gastos Financieros en CUC**

<b>Sub-Cuentas</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>Tendencia</b>
Intereses	49 239,52	50 157,54	57 314,28	27 634,94	-0,25
Gastos y Comisiones Bancarias	11 495,58	12 161,65	13 852,61	4 035,40	-0,41

En cuanto a los gastos financieros en CUC, los intereses han tenido una tendencia a la disminución en 25 % puesto que en 2014 los préstamos disminuyeron. Por su parte, los gastos y las comisiones bancarias lo hicieron en un 41%.

Siguiendo la propuesta de análisis se determinaron las Razones financieras asociadas a la estructura financiera.



**Tabla 6: Cálculo de las razones del Balance General**

<b>Razones del Balance General</b>	<b>UM</b>	<b>Año 2011</b>	<b>Año 2012</b>	<b>Año 2013</b>	<b>Año 2014</b>	<b>Tendencia</b>
Endeudamiento del Activo o Razón deuda-capitalización total	Pesos	0,66	0,46	0,44	0,39	-0,23
Endeudamiento Patrimonial o Razón deuda-capital contable	Pesos	2,19	0,92	0,88	0,75	-0,41
Apalancamiento o Multiplicador del capital Contable	Pesos	3,30	1,99	1,98	1,90	-0,24
Calidad de la Deuda	Pesos	0,25	1,00	0,55	1,00	1

Las diferentes razones de apalancamiento muestran una tendencia decreciente, lo que indica una disminución del riesgo financiero de la empresa. La calidad de la deuda tiene tendencia al aumento evidenciando el predominio del uso del endeudamiento a corto plazo para financiar el activo total. En el caso del 2011 y 2013 del total de deudas el 25% y 55%, respectivamente, fueron a corto plazo.

**Tabla 7: Cálculo de las razones del Estado de Resultado**

<b>Razones del Estado de Resultado</b>	<b>UM</b>	<b>Año 2011</b>	<b>Año 2012</b>	<b>Año 2013</b>	<b>Año 2014</b>	<b>Tendencia</b>
Cobertura para el pago de intereses	Pesos	7,47	9,51	7,97	16,71	0,50
Costo de la Deuda	Pesos	0,28	0,53	0,10	0,27	-0,02

La razón de rotación de intereses o cobertura para el pago de intereses mide la capacidad de una empresa para satisfacer sus obligaciones anuales de intereses, las cuales se calculan dividiendo las utilidades antes de intereses e impuestos entre los cargos por intereses. En el periodo analizado esta razón tiende a incrementarse en un 50%, lo que resulta favorable para el nivel de endeudamiento que presenta la Empresa. El costo de la deuda tiene tendencia a disminuir en un 2% durante los años 2011 al 2014, disminución que no es significativa durante este periodo.

Analizando las razones relacionadas con el endeudamiento puede plantearse que la empresa presenta un riesgo financiero medio o moderado y que en las condiciones actuales tiene la capacidad de cubrir los pagos de intereses de las deudas contraídas.

**Tabla 8: Grado de Apalancamiento Financiero**

	<b>UM</b>	<b>Año 2011</b>	<b>Año 2012</b>	<b>Año 2013</b>	<b>Año 2014</b>	<b>Tendencia</b>
Grado de apalancamiento financiero	veces	1,5	1,14	1,12	1,06	-0,16

El grado de apalancamiento financiero para los cuatro años analizados se encuentra en niveles aceptables y sin grandes variaciones, todos los valores son positivos y estos pueden interpretarse como la sensibilidad en sentido positivo del incremento de las Utilidades disponibles para distribuir, en este caso estos representados por el Estado Cubano, por un incremento de las Utilidades antes de intereses e impuestos.

El empleo del endeudamiento puede ser beneficioso siempre que la empresa se encuentre en una situación de crecimiento del negocio o de estabilidad del mismo.

#### *Análisis del efecto del financiamiento en la rentabilidad*

Como se aprecia en la tabla 9, el Rendimiento sobre el Capital se incrementa aunque de forma moderada por el efecto del uso del endeudamiento con costo, como se determinó con anterioridad que el nivel de riesgo financiero de la Empresa es moderado, si esta decidiera endeudarse aún mayor sería el impacto (al incremento) sobre el rendimiento sobre el capital.

**Tabla 9: Estado de Resultado sin intereses y con intereses 2014**  
UM: pesos

<b>Cuentas y Detalles</b>	<b>Con deudas</b>	<b>Sin deudas</b>
Utilidad o pérdida en operaciones	1 369 104,78	1 369 104,78
(-) Intereses	66 998,21	–
Utilidad Antes de Impuestos	1 302 106,57	1 369 104,78
(-) Impuestos 35%	455 737,30	479 186,67
Utilidad después de Impuestos	846 369,27	889 918,11
Rendimiento sobre los activos	6%	6%
Rendimiento sobre el capital	11,6%	11,36%
Renta total propietarios y acreedores	913 367,48	889 918,11

Para calcular el ahorro fiscal del endeudamiento se considera que se mantienen estables los valores de la deuda y por tanto los intereses devengados.

$$\text{Ahorro fiscal} = 913\,367,48 - 889\,918,11 = 23\,449,37 \text{ pesos}$$

$$\text{Valor Actual del ahorro fiscal} = 23\,449,37 / 0,056 = 418\,738,75 \text{ pesos}$$

La deuda tiene beneficios fiscales pues el ingreso gravable se calcula descontando los intereses de dicha deuda. Por tanto, si los intereses son menores, mayores ingresos disponibles para los accionistas.

*Análisis del efecto del financiamiento en la empresa a través del Método Dupont*

El objetivo final de toda empresa deberá estar dirigido a elevar su rentabilidad financiera como indicador máximo en el cual se materializan los efectos de una buena gestión empresarial.

**Tabla 10: Método de Dupont**  
UM: %

Años	ROA <sup>2</sup>	Multiplicador del Capital	ROE <sup>3</sup>
2011	2,36	3,30	7,79
2012	2,61	1,99	5,19
2013	3,08	1,98	6,11
2014	5,07	1,90	9,65

Como se observa el ROE se incrementa por el efecto del multiplicador del Capital Contable, razón que refleja el efecto del financiamiento en los resultados económico-financieros.

### Conclusiones

- 1. La política de financiamiento implica una elección entre el riesgo y el rendimiento esperado. Hay directivos financieros que prefieren trabajar con altos niveles de fondos propios aunque esto le conlleve a alcanzar un menor beneficio. No tienen en cuenta que al utilizar fuentes ajenas para generar fondos propios pueden invertir el capital propio en otros objetivos, además de proveer a la empresa de un ahorro fiscal.*
- 2. Si el financiamiento ajeno rebasa determinados límites puede provocar que los costos financieros asociados al uso de dicha fuente se eleven y se exponga la empresa a una posible suspensión de pagos. El análisis de los factores determinantes del riesgo financiero de la empresa deberá basarse en la aproximación a la búsqueda de la estructura óptima del financiamiento de las empresas.*
- 3. En la empresa estudiada el riesgo financiero se valora de moderado, así como se demuestra el efecto del apalancamiento financiero en la rentabilidad, revelando las reservas que posee la Empresa para potenciarlo y con ello aumentar su rentabilidad financiera.*

<sup>2</sup>ROA, del inglés *Return on Asset*.

<sup>3</sup>ROE, del inglés *Return on Equity*.

## Referencias bibliográficas

1. Aguirre Sábana, A. (1992). *Fundamentos de Economía y Administración Empresariales*. Madrid: Editorial Pirámide S.A.
2. Almaguer López, R. A. (2012). *Diccionario de Contabilidad y Auditoría*. (segunda edición). La Habana: Editorial de Ciencias Sociales.
3. Brealey, R. A.; Myers Stevart, C.; Allen, F. (2006). *Principios de Finanzas Corporativas*. España: Editorial Mc Graw-Hill/Interamericana.
4. Brealey, Richard A. y Myers, Stewart C. (1993). *Fundamentos de Financiación Empresarial*. (cuarta edición). España: Editorial Mc Graw Hill Interamericana.
5. Domínguez, E. (2005). *Propuesta de una Alternativa de Financiamiento para el Hotel Playa de Oro*. (Tesis de Diploma presentado en opción al título de Licenciado en Economía). Universidad de Matanzas.
6. Damodaran, A. (1999). *Principios y Prácticas de la Valuación*. Recuperado el 1 de octubre de 2014, de <http://www.buenastareas.com/materias/damodaran>
7. Gitman, L. (2006). *Fundamentos de Administración Financiera*. La Habana: Editorial Félix Varela.
8. Mascareñas, J. (2004). *El Riesgo en la Empresa. Tipología, Análisis y Valoración*. Madrid: Editorial Pirámide S.A.
9. Partido Comunista de Cuba. (2011). *Lineamientos Económicos y Sociales VI congreso del Partido Comunista de Cuba*. La Habana: Editorial Política.
10. Ross, S. A. (1997). *Finanzas Corporativas*. (tercera edición). España: Editorial Mc Graw Hill Interamericana S.A.
11. Weston J. F.; Copeland, T. (1995). *Manual de Administración Financiera*. Colombia: Editorial Mc.Graw-Hill.
12. Weston J. F.; F. Brigham, E. (2006). *Fundamentos de la Administración Financiera*. (tomo I). La Habana: Editorial Félix Varela.