

REPÚBLICA BOLIVARIANA DE VENEZUELA  
UNIVERSIDAD DE LOS ANDES  
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y SOCIALES  
CENTRO DE INVESTIGACIONES Y DESARROLLO EMPRESARIAL  
SECCIÓN DE ESTUDIOS DE POSTGRADO  
MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN, MENCIÓN FINANZAS

**COSTO DE CAPITAL DE LA ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO EN  
LAS CABAÑAS TURÍSTICAS**

Municipio Santos Marquina del Estado Mérida

Período 2007 - 2011

[www.bdigital.ula.ve](http://www.bdigital.ula.ve)

Trabajo presentado como requisito parcial para optar al Grado de Magíster  
Scientiae en Administración, Mención Finanzas

Autora: Ghelly Ramírez  
Turora: Ismaira Contreras

Mérida, Septiembre de 2015

c.c Reconocimiento

## AGRADECIMIENTOS

A **Dios**, por ser –tal como lo afirma Santo Tomás de Aquino- “el primer motor que impulsa el mundo”. Todos los honores sean para la gloria tuya.

A **mi madre y mi hermano** quienes son el tesoro más grande que poseo. Gracias por su apoyo incondicional, ¡los amo!.

A mi estimada tutora académica la **Profesora Ismaira Contreras** quien es uno de mis mejores ejemplos de humildad y servicio al prójimo. Gracias por todas sus enseñanzas, dedicación y amistad brindada en esta investigación. Trabajar con Usted siempre será un gran honor.

A mi querida Profesora **Julia Carruyo**. La gran amiga de quien aprendí que la investigación se lleva en el corazón. Gracias por su apoyo incondicional en este transitar que llamamos vida.

Al **Centro de Investigación y Desarrollo Empresarial (CIDE)** de la Universidad de Los Andes, en especial **Sra. Rosalba**. ¡Gracias!

A mis amigos **Sineyi Zambrano** y **Jesús Araujo** quienes me apoyaron dando ánimos en acciones y palabras.

A los **propietarios y gerentes de las cabañas turística del Municipio Santos Marquina del Edo. Mérida**, por su valioso tiempo y atención en el suministro de la información que permitió cumplir los objetivos planteados.

A todas aquellas personas que de una forma u otra, contribuyeron en el logro de la meta anhelada

¡A todos muchas gracias!

## **Poema a la Sabiduría**

*Siendo joven, antes de extraviarme, deseé la sabiduría con toda el alma,  
la he buscado desde mi juventud y hasta la muerte la perseguiré.*

*Crecía como un racimo que madura,  
y mi corazón gozaba con ella.  
yo seguí fielmente su camino,  
porque desde joven la había aprendido;  
en el poco tiempo que estuve escuchándola  
adquirí mucho saber.*

*Someterme a ella fue un honor,  
daré gracias al que me la enseñó.*

*La deseé ardientemente  
y no apartaré de ella mi rostro;  
mi alma saboreó sus frutos,  
y jamás me apartaré de ella;  
mi mano abrió sus puertas:  
contemplaré sus secretos.*

*Mi alma la siguió desde el principio,  
y la encontré en toda su pureza.*

*Con sus consejos adquirí prudencia  
Y no la abandonaré;  
mis entrañas se conmovían al mirarla,  
por eso la adquirí como posesión preciosa;  
el Señor me concedió lo que pedían mis labios,  
con mi lengua le daré gracias.*

*Pongan el cuello bajo su yugo  
y acepten de buena gana su carga;  
porque ella se acerca al que la busca  
y el que se entrega, la encuentra.*

*(Extracto del Capítulo 51 de Libro del Eclesiástico)*

[www.bdigital.ula.ve](http://www.bdigital.ula.ve)

En agradecimiento al Consejo de Desarrollo Científico, Humanístico, Tecnológico y de las Artes (**CDCHTA**) de la Universidad de Los Andes, por su valiosa colaboración monetaria para poder concluir el presente trabajo de investigación, a través de la aprobación del proyecto identificado como **E-345-14-09-EM**.

c.c Reconocimiento

## INDICE GENERAL

LISTA DE CUADROS.....	pp. viii
LISTA DE GRÁFICOS.....	xi
RESUMEN.....	xiii
INTRODUCCIÓN.....	xiv
CAPÍTULO	
I EL PROBLEMA.....	1
Planteamiento del Problema.....	1
Objetivos de la Investigación.....	7
Justificación de la Investigación.....	7
Alcance de la Investigación.....	9
II MARCO TEÓRICO.....	10
Antecedentes de la Investigación.....	10
Bases Teóricas.....	22
Sistematización de Variables.....	93
III MARCO METODOLÓGICO.....	100
Enfoque de la Investigación.....	100
Tipo de Investigación.....	100
Diseño de la Investigación.....	101
Área Geográfica y Temporal.....	102
Población y Muestra.....	105
Técnicas e Instrumentos de Recolección de Datos.....	109
Validación y Confiabilidad de los Instrumentos.....	110
Técnicas e Instrumentos de Procesamiento de Datos.....	110
Técnicas de Análisis de los Datos.....	111
Interpretación y Discusión de los Resultados.....	113
IV PRESENTACIÓN Y ANÁLISIS DE RESULTADOS.....	114
Cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida.....	114
Estructura de inversión y de financiamiento de las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida para el período 2007-2011.....	121

	pp.
Fuentes de financiamiento empleadas en las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida.....	127
Costo de capital de la estructura de financiamiento en las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida para los años 2007, 2008, 2009, 2010 y 2011.....	134
V CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES.....	174
Conclusiones.....	174
Recomendaciones.....	181
REFERENCIAS.....	183
ANEXOS.....	193

[www.bdigital.ula.ve](http://www.bdigital.ula.ve)

## LISTA DE CUADROS

CUADRO		pp.
1	Sistematización de la variable del objetivo específico N° 1...	94
2	Sistematización de la variable del objetivo específico N° 2...	95
3	Sistematización de la variable del objetivo específico N° 3...	96
4	Sistematización de la variable del objetivo específico N° 4...	98
5	Forma Jurídica de las Cabañas Turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida.....	115
6	Formación de los fundadores de las Cabañas Turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida, en el área de hotelería y turismo.....	115
7	Tamaño de las Cabañas Turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida.....	116
8	Servicios de alojamiento prestados por las Cabañas Turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida.....	118
9	Otros servicios básicos prestados por las Cabañas Turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida.....	118
10	Servicios complementarios prestados por las Cabañas Turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida.....	119
11	Estructura de inversión promedio para el período 2007-2011.....	122
12	Análisis vertical de las proporciones del activo de las Cabañas Turísticas del Municipio Santos Marquina del Estados Mérida.....	123
13	Estructura de financiamiento promedio para el período 2007-2011.....	125

CUADRO	pp.
14	Análisis vertical de las proporciones del pasivo y patrimonio de las Cabañas Turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida..... 126
15	Características de los préstamos bancarios mayores a un año otorgados a las Cabañas Turísticas..... 130
16	Características de los préstamos de organismos públicos otorgados a las Cabañas Turísticas..... 130
17	Porcentaje promedio de la reinversión de las utilidades/excedentes..... 131
18	Cabañas Turísticas que recibieron fondos o recursos de sus dueños..... 132
19	Cabañas Turísticas a las que se pudo acceder a su información financiera..... 134
20	Criterios empleados en la selección del tipo de interés aplicado en el cómputo del costo de capital de la estructura de financiamiento en las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida, período 2007-2011..... 136
21	Promedio anual de los tipos de interés aplicables al cálculo del costo de capital en la estructura financiera de las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida para el período 2007 – 2011..... 142
22	Costo promedio ponderado de capital de Cabaña N°8 para el período 2007-2011 (Escenario N°1)..... 146
23	Rentabilidad financiera de la Cabaña N°8 para el período 2007 – 2011..... 149
24	Costo promedio ponderado de capital de Cabaña N°8 para el período 2007-2011 (Escenario N°2)..... 152
25	Costo promedio ponderado de capital de Cabaña N°8 para el período 2007-2011 (Escenario N°3)..... 156



CUADRO	pp.
26	Costo promedio ponderado de capital de las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida para el período 2007-2011 (Escenario N°1)..... 159
27	Categorización de los CPPC de las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida para el período 2007-2011 (Escenario N°1)..... 160
28	Rentabilidad financiera de las Cabañas Turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida para el período 2007 – 2011..... 163
29	Costo promedio ponderado de capital de las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida para el período 2007-2011 (Escenario N°2)..... 165
30	Categorización de los CPPC de las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida para el período 2007-2011 (Escenario N°2)..... 166
31	Costo promedio ponderado de capital de las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida para el período 2007-2011 (Escenario N°3)..... 170
32	Categorización de los CPPC de las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida para el período 2007-2011 (Escenario N°3)..... 171
33	Diferencia porcentual del CPPC de la Cabaña N°9 respecto al CPPC promedio calculado para el Escenario N°2 y N°3 (año 2009)..... 172

## LISTA DE GRAFICOS

GRÁFICO		pp.
1	Estructura económica-financiera de las empresas del sector hotelero.....	44
2	Gestión del cambio de categoría de las cabañas turísticas..	117
3	Servicios básicos prestados al cliente durante su estadía en las cabañas turísticas.....	119
4	Servicios complementarios prestados por las cabañas turísticas.....	121
5	Instrumentos de financiamiento empleados en las Cabañas Turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida.....	128
6	Instrumentos de financiamiento empleados por caso de estudio.....	129
7	Propósito de la reinversión de las utilidades/excedentes.....	132
8	Modalidad bajo la cual las cabañas turísticas recibieron la aportación de los propietarios.....	133
9	Tipo de recursos que recibieron las cabañas turísticas de sus propietarios.....	133
10	Costo promedio ponderado de capital de la estructura de financiamiento de la Cabaña N°8 para el período 2007 – 2011 (Escenario N°1).....	147
11	Comparación del CPPC de la Cabaña N°8 con el ratio de rentabilidad financiera (Escenario N°1).....	150
12	Costo promedio ponderado de capital de la estructura de financiamiento de la Cabaña N°8 para el período 2007 – 2011 (Escenario N°2).....	153

GRÁFICO	pp.
13 Comparación del CPPC de la Cabaña N°8 con el ratio de rentabilidad financiera (Escenario N°2).....	154
14 Costo promedio ponderado de capital de la estructura de financiamiento de la Cabaña N°8 para el período 2007 – 2011 (Escenario N°3).....	157
15 Comparación del CPPC de la Cabaña N°8 con el ratio de rentabilidad financiera (Escenario N°3).....	158
16 Costo promedio ponderado de capital de las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida para el período 2007-2011 (Escenario N°1).....	159
17 Rentabilidad financiera de las Cabañas Turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida para el período 2007 – 2011.....	163
18 Comparación entre el CPPC y el ratio de rentabilidad financiera de las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina para el periodo 2007 – 2011 (Escenario N°1).....	164
19 Costo promedio ponderado de capital de las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida para el período 2007-2011 (Escenario N°2).....	166
20 Comparación entre el CPPC y el ratio de rentabilidad financiera de las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina para el período 2007 – 2011 (Escenario N°2).....	169
21 Costo promedio ponderado de capital de las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida para el período 2007-2011 (Escenario N°3).....	170
22 Comparación entre el CPPC y el ratio de rentabilidad financiera de las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina para el período 2007 – 2011 (Escenario N°3).....	173

REPÚBLICA BOLIVARIANA DE VENEZUELA  
UNIVERSIDAD DE LOS ANDES  
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y SOCIALES  
CENTRO DE INVESTIGACIONES Y DESARROLLO EMPRESARIAL  
SECCIÓN DE ESTUDIOS DE POSTGRADO  
MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN, MENCIÓN FINANZAS

**COSTO DE CAPITAL DE LA ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO  
EN LAS CABAÑAS TURÍSTICAS  
Municipio Santos Marquina del Estado Mérida  
Período 2007– 2011**

Autora: Ghelly Ramírez  
Tutora: Ismaira Contreras  
Fecha: Septiembre de 2015

**RESUMEN**

La presente investigación tuvo como finalidad analizar el costo de capital de la estructura de financiamiento en las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida durante el período 2007-2011. En ese sentido, el estudio realizado siguió un diseño no experimental y de campo, se seleccionó una muestra de 9 cabañas turísticas, a las cuales se les aplicó un cuestionario y una matriz de registro. Los resultados de la investigación ofrecen conocimientos significativos sobre las características de las cabañas turísticas del municipio en estudio, estructura de financiamiento, fuentes de financiamiento más frecuentadas y costo promedio ponderado de capital (CPPC); éste último calculado en tres (03) escenarios distintos. Una caracterización de mayor a menor de los CPPC, permitió conocer que los CPPC más altos corresponde a las cabañas que mantienen dentro de su estructura de financiamiento, importantes proporciones de patrimonio. Las cabañas con el CPPC cercano al promedio calculado, jerarquizan las fuentes de financiamiento de la siguiente manera: aportes del propietario vía patrimonio, préstamos por pagar al dueño de la cabaña y préstamos bancarios a largo plazo. En relación a las cabañas con el CPPC más bajo, los resultados muestran que mantienen dentro de su estructura porcentajes importantes de financiamiento espontáneo. Al compararse los CPPC con el ratio de rentabilidad financiera ( $R_f$ ), se conoció que el ratio  $R_f$  supera por un amplio margen el CPPC durante los años 2007 y 2008; mientras que entre los años 2009 y 2011, (a excepción del Escenario N° 1 para el año 2010), esta situación se revierte.

**Descriptor:** costo de capital, estructura de financiamiento, cabañas turísticas.

## INTRODUCCIÓN

La actividad turística ha demostrado ser un fenómeno económico y social de creciente expansión. Su impacto, se ha hecho sentir con mayor o menor intensidad en casi todos los países, por cuanto no es un fenómeno aislado del desarrollo, sino que está integrado a la economía de cada nación y el ingreso de las divisas -derivadas de su actividad-influye sustancialmente en el mejoramiento de la balanza de pagos de muchas naciones en vías de desarrollo. Sobre la base de esta premisa, el Estado venezolano, ha considerado dentro de sus planes económicos y normativas, el turismo como una actividad prioritaria, de inclusión social, que impulsa el desarrollo económico de las comunidades.

La conformación geográfica de Venezuela, representada en sus climas y paisajes, ubican al país como un potencial destino; no obstante, estas bondades naturales no son suficientes. El turismo como industria altamente competitiva exige que los atractivos de cada lugar sean, no modificados, pero si completados por infraestructuras, instalaciones y servicios capaces de garantizar al visitante un mínimo de comodidad y seguridad. Bajo ese contexto, el Ejecutivo Nacional ha desarrollado un marco legal e institucional que promueve las inversiones hacia el sector a través de los incentivos fiscales y la oferta crediticia (financiamiento).

El financiamiento, en general, es una de las principales demandas del sector empresarial, en especial cuando se trata de empresas de menor tamaño, ya que al ser consideradas como negocios de mayor riesgo, presentan limitaciones al momento de solicitar recursos en las entidades financieras formales. Lo anterior, obliga al empresariado a buscar otras formas de financiamiento como los son las aportaciones de socios, la reinversión de utilidades, proveedores, familiares o prestamistas particulares. Estas fuentes de financiamiento pueden resultar muy costosas para la

empresa, y por consiguiente restarle competitividad y crecimiento dentro del mercado.

Es importante que las empresas conozcan el costo de las distintas fuentes de financiamiento -o lo que es lo mismo su costo de capital- puesto que el mismo, en primer lugar, permite evaluar sobre argumentos sólidos la viabilidad de un proyecto de inversión y, en segundo lugar, permite tomar mejores decisiones sobre el diseño de una estructura óptima de financiamiento para la empresa.

En atención a lo expresado, se realiza un estudio de tipo analítico en la estructura de financiamiento de las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida para el período 2007 – 2011, con el propósito de desglosar cada uno de los elementos que integran el costo de capital de dicha estructura y comprender -a la luz de lo que la teoría financiera plantea- la relación que existe entre ellos. En ese orden de ideas, en la investigación se sigue un diseño no experimental y de campo (apoyado en la información presentada en los estados financieros de las cabañas turísticas estudiadas), con la finalidad de identificarlas cabañas turísticas del municipio desde la perspectiva de su forma jurídica, antigüedad, tamaño, categoría y servicios prestados; describir su estructura de inversión y financiamiento al cierre de los períodos económicos 2007, 2008, 2009, 2010 y 2011; distinguir las fuentes de financiamiento empleadas y, finalmente determinar el costo de capital de la estructura de financiamiento en las cabañas turísticas del Municipio en estudio para los años 2007, 2008, 2009, 2010 y 2011.

La investigación se encuentra estructurada por los siguientes capítulos: El capítulo I, contiene aspectos referidos al planteamiento del problema, objetivos de la investigación, justificación y alcance de la investigación. El capítulo II, antecedentes, bases teóricas y sistematización de variables. El capítulo III, conformado por el marco metodológico, donde se describe el enfoque, tipo y diseño de la investigación, el área geográfica y temporal, la población, la muestra, las técnicas e instrumentos de recolección

de datos, validación y confiabilidad de los instrumentos, técnicas e instrumentos de procesamiento de datos, técnicas de análisis de los datos e interpretación y discusión de los resultados. El capítulo IV, presenta el análisis de los resultados una vez procesados, de acuerdo a los objetivos propuestos. Finalmente, se presentan las referencias bibliográficas utilizadas durante el proceso de investigación y los respectivos anexos.

[www.bdigital.ula.ve](http://www.bdigital.ula.ve)

## **CAPÍTULO I**

### **EL PROBLEMA**

#### **Planteamiento del Problema**

En los últimos 50 años, la actividad turística ha demostrado ser un fenómeno económico y social de creciente expansión, tanto en la movilización de viajeros como en la generación de divisas, inversiones privadas, desarrollo de empresas locales y creación de empleos (Altés, 2006). Esta situación ha despertado interés en los gobiernos de países en desarrollo, por cuanto ha demostrado ser un vehículo de alivio de la pobreza, dada su capacidad de generar ingresos entre las poblaciones de escasos recursos económicos. Sobre este particular, Villamediana y Berbesi (2009) indican lo siguiente:

El turismo es la principal fuente de generación de divisas para el 83% de los países en desarrollo, y es la principal actividad de “exportación” para un tercio de los países más pobres.

Para los 40 países más pobres del mundo, el turismo es la segunda fuente más importante de generación de divisas y durante la última década, la actividad turística ha sido el único sector donde los países pobres han tenido consistentemente un superávit de cuenta comercial.

Además, el turismo también ha sido una fuente importante de empleo para las zonas más remotas de los países de América Latina. (p.7)

En atención a lo anterior, Venezuela como país latinoamericano, a pesar de ser un país primario exportador, ha considerado dentro de sus planes económicos (Plan de la Patria 2013-2019, Plan Estratégico Nacional de Turismo [PENT] 2009-2013 y Plan Estratégico Nacional de Turismo



[PENT] 2013-2019), el turismo como una actividad prioritaria, de inclusión social, que impulsa el desarrollo económico de las comunidades. Del mismo modo, el estado venezolano reconoce a través del Decreto con Rango, Valor y Fuerza de Ley Orgánica de Turismo (2012) en su Art. 4, las potencialidades naturales, sociales, físicas, ambientales y culturales que posee el país para el desarrollo de la actividad turística.

Actualmente en Venezuela, se ha desarrollado un marco legal e institucional que promueve y regula la actividad turística del país. Desde el punto de vista gubernamental, han surgido condiciones para incentivar entre los prestadores de servicios turísticos las inversiones dentro del sector, tal como lo señala el Decreto con Rango, Valor y Fuerza de Ley Orgánica de Turismo (2012) en su Art. 69, donde se rebaja el Impuesto Sobre la Renta hasta un 75% del monto incurrido en inversiones, como: (a) construcciones de establecimientos de alojamiento turístico, (b) formación de trabajadores del sector, (c) ampliación, mejora, equipamiento o reequipamiento de las edificaciones o servicios turísticos existentes, e (d) inversiones con fines turísticos en áreas rurales, hatos, fincas, desarrollos agrícolas y campamentos. Así como también, tarifas preferenciales para el combustible del transporte turístico y servicios públicos.

Del mismo modo, existe la obligatoriedad por parte de las instituciones bancarias, a destinar un porcentaje de su cartera de crédito al sector turístico, el cual destaca el Decreto con Rango, Valor y Fuerza de Ley Orgánica de Turismo (2012), en su Art. 71, en ningún caso podrá ser menor del 3%. Asimismo, la Ley de Crédito para el Sector Turismo (2009), en sus Arts. 4 y 7, garantiza que el 75%, como mínimo, de la cartera de crédito esté destinado a solicitantes que se inician en la actividad y prestadores de servicios turísticos cuyos ingresos brutos anuales estén por debajo de las 5.000 Unidades Tributarias (U.T.). Además de la posibilidad de financiar empresas del sector, las cuales de acuerdo al monto facturado anualmente,

se encuentran ubicadas en los segmentos: (a) menores a 20.000 U.T., (b) entre 20.000 U.T. y 100.000 U.T., y (c) mayores a 100.000 U.T.

Pareciera, según lo expuesto, que las empresas del sector turístico nacional disponen de una amplia oferta y oportunidades para acceder a los recursos financieros provenientes del sistema financiero formal venezolano. Sin embargo, la Superintendencia de las Instituciones del Sector Bancario (SUDEBAN) en su memoria anual correspondiente a los años 2011 y 2012, revelan que para ese período la cartera de créditos dirigida hacia el sector turismo, no se cumplió en su totalidad, situación que conllevó a que se impusieran multas al sector bancario por un total de Bs. 3.574.568,09 en 2011 y Bs. 2.397.349,67 en 2012. Respecto a los créditos liquidados, la SUDEBAN indica que del monto total asignado en 2010 (1.679,84 millones de bolívares) y 2011 (2.356,26 millones de bolívares), sólo 0.12% y 1.42% respectivamente fueron empleados para financiar proyectos turísticos ubicados en el Estado Mérida. Sobre este particular, Sumoza (2006) explica que las causas de que exista incumplimiento de la cartera de crédito y por consiguiente pocas empresas turísticas beneficiadas, son las diferencias existentes entre las características de dichas empresas y el modelo de evaluación actual para el otorgamiento del crédito, el cual se rige por los lineamientos relacionados a: destrezas financieras, capacidad de pago y garantías que respaldan la deuda.

Sobre las características de las empresas turísticas venezolanas, Villamediana y Berbesi (2009), señalan que dentro del sector se encuentran registrados alrededor de siete mil establecimientos turísticos, de los cuales 85% son micro, pequeñas y medianas empresas (mipymes), los cuales en su mayoría presentan dificultades por opacidad informativa y falta de un historial financiero. Por su parte, Fernández (2010) añade que los empresarios venezolanos prefieren en su mayoría la autofinanciación (aportación de socios y reinversión de utilidades) sobre la financiación externa, la razón de dicha decisión es que “las entidades financieras exigen demasiados

requisitos y las garantías exigidas no se corresponden con el riesgo del proyecto” (p.123), al mismo tiempo que la presencia de financiación externa representa para el empresariado “intromisión en el negocio y pérdida del poder de decisión total” (p.123).

Respecto al sector turístico merideño, Morillo (2006) señala en su investigación “El turismo receptivo del Estado Mérida en cifras”, que el mismo se caracteriza por mantener dentro de su estructura un alto porcentaje de establecimientos de alojamiento turístico, de los cuales según los resultados del IV Censo Económico realizado por el Instituto Nacional de Estadística (2010), un 99,7% de esas empresas se encontrarían ubicadas dentro de los estratos: mediana empresa (0,6%), pequeña empresa (18,2%) y microempresas (80,9%).

En relación con las fuentes de financiación más frecuentadas por el empresariado merideño, el estudio de Sumoza (2006), el cual incluye mipymes turísticas de la región, destaca “la aportación de socios” (p.42). Situación similar a la presentada en la investigación de Araujo (2009), quien a través de un estudio realizado a la estructura de capital de un grupo de pymis merideñas, confirma la presencia de un alto porcentaje de capital común y préstamos de socios; calificándola en este sentido como “una estructura conservadora” (p.139). Asimismo el estudio de Araujo (2009), revela una marcada preferencia hacia la financiación a corto plazo; y uso del financiamiento a largo plazo, solo cuando éste es necesario y se pueden cubrir las amortizaciones del crédito o préstamo.

El carácter conservador y prudente del empresario merideño, en cuanto a proteger el negocio de deudas incontrolables, “hace que la decisión de endeudamiento sea un proceso de análisis de factores que permitan evaluar la posibilidad de financiamiento con el menor compromiso posible” (Araujo, 2009, p.139). Por esta razón, el empresario local presta especial atención a factores como la tasa de interés, duración de la deuda y períodos de pagos. Así como también “la garantía solicitada y los trámites que

requiere la operación” (Sumoza, 2006, p.99). Por su parte Dávila (2005) explica que el carácter conservador del empresario, en relación a la financiación, deriva del poco interés por indagar sobre nuevas fuentes de financiamiento, además del desconocimiento del empresario sobre la importancia de la toma de decisiones a partir del análisis de los estados financieros.

Para Chagolla (2010), la mejor forma de financiarse es a través del pasivo, pues los intereses son deducibles de impuestos, además si éste se contrata con tasa de interés fijas y en ambientes inflacionarios, su costo se reduce considerablemente. En cuanto a los dividendos, estos no son deducibles de impuestos y tienen un comportamiento paralelo a las tasas de inflación prevalecientes. En consecuencia, el costo de las fuentes internas de la empresa es generalmente superior al costo de las fuentes de financiamiento externas. Sin embargo, a pesar de saber que el pasivo es más barato que el capital contable, una empresa no puede aumentar en forma desmedida e irresponsable su nivel de pasivo, pues éste debe ser regulado con base en el conocimiento del costo del mismo y de acuerdo a su capacidad de endeudamiento. En ese orden de ideas, el estudio de Dávila (2005), concluye que los microempresarios, en su mayoría, “desconocen el valor que representa el costo de las distintas fuentes utilizadas” (p.158), situación similar a la presentada en la investigación de Araujo (2009).

Para Coss Bu (1986), el conocimiento que una empresa debe tener sobre su costo de capital, es muy importante, puesto que en toda evaluación económica-financiera se requiere tener una idea aproximada de los costos de las diferentes fuentes de financiamiento que la empresa utiliza para emprender sus proyectos de inversión. Además, el conocimiento del costo de capital y cómo es éste influenciado por el apalancamiento financiero, permiten tomar mejores decisiones en cuanto a la estructura de financiamiento de la empresa. Asimismo, existen otro gran número de decisiones como las estrategias de crecimiento, arrendamientos y políticas

de capital de trabajo, que requieren del conocimiento del costo de capital de la empresa para que los resultados obtenidos con tales decisiones estén acordes con las metas y objetivos que la organización ha establecido.

En síntesis, la situación anteriormente expuesta evidencia que las empresas del Estado Mérida, así como las que integran el sector turístico de la entidad, presentan una estructura de financiamiento con predominio del patrimonio, donde la reinversión de utilidades se convierte en la principal fuente de financiación. Bajo este contexto, las empresas de alojamiento turístico, se muestran como negocios pocos apalancados, con elevadas inversiones en capital de trabajo y activos fijos (propiedad, planta y equipo) de rápido deterioro; el cual amerita altos niveles de financiación. Sobre este particular, Parra y Calero (2006, p.411) señalan que las empresas de alojamiento turístico, en promedio mantienen dentro de su estructura de financiamiento un 10% en pasivo circulante, 40% en exigible a largo plazo y 50% en fondos propios.

En virtud de que se desconoce el costo de capital de la estructura de financiamiento en las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida, el cual se escogió por ser el primer municipio de la Entidad en concentrar el mayor número de establecimiento de ese tipo (Corporación Merideña de Turismo, 2011), la presente investigación se plantea las siguientes interrogantes:

¿Cómo son las cabañas turísticas en relación a su forma jurídica, antigüedad, tamaño, categoría y servicios prestados?

¿Cómo es la estructura de inversión y financiamiento de las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida?

¿Cuáles son las fuentes de financiamiento empleadas por las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida.

¿Cuánto es el costo de capital de la estructura de financiamiento en las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida?

## **Objetivos de la Investigación**

### ***Objetivo General***

Analizar el costo de capital de la estructura de financiamiento en las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida para el período 2007 - 2011.

### ***Objetivos Específicos***

Identificar las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida desde la perspectiva forma jurídica, antigüedad, tamaño, categoría y servicios prestados.

Describir la estructura de inversión y financiamiento de las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida al cierre de los períodos económicos 2007, 2008, 2009, 2010 y 2011.

Distinguir las fuentes de financiamiento empleadas por las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida.

Determinar el costo de capital de la estructura de financiamiento en las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida para los años 2007, 2008, 2009, 2010 y 2011.

## **Justificación de la investigación**

La importancia de la presente investigación, radica en la necesidad de obtener información formal sobre el costo de capital en las estructuras de

financiamiento de las cabañas turísticas ubicadas en el Municipio Santos Marquina del Estado Mérida.

El reconocimiento que el Estado Venezolano ha hecho sobre el impacto social, económico y ambiental de la actividad turística, ha permitido que alrededor de ella se hayan diseñado un conjunto de políticas de financiamiento dirigidas a impulsar el crecimiento y competitividad de las empresas del sector. En ese sentido, la investigación resulta oportuna, por cuanto se necesita indagar hasta qué punto este tipo de organizaciones se encuentran en capacidad de aprovechar las oportunidades de financiamiento que el entorno les está ofreciendo, y si realmente los establecimientos de alojamiento turísticos constituyen una oportunidad segura de inversión, puesto que es conocido que las empresas del sector turístico, al igual que cualquier otra, necesitan ser rentables si quieren competir por los recursos que le ofrece el mercado financiero.

El Municipio Santos Marquina, por sus atractivos naturales y gran riqueza cultural, representa para el Estado Mérida un potencial para el desarrollo organizado de la actividad turística, el cual sólo se logrará si existe una articulación coherente de todos los componentes que integran el servicio. Bajo esta premisa, en la presente investigación se escoge como sujetos de estudio las cabañas turísticas, las cuales además de responder a la necesidad de alojamiento que posee el visitante, son estructuras arquitectónicas que se acoplan muy bien al entorno natural del Municipio, convirtiéndose en ese sentido, en promotoras por excelencia del turismo en la región.

La aplicación de los conocimientos teóricos sobre finanzas a la realidad de las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida, permitirá ampliar las actividades investigativas sobre este sector, en especial las relacionadas al costo de capital -del que se cuenta con poca información al momento de su elección-. Asimismo, el presente estudio contribuirá al fortalecimiento de la Línea de Investigación sobre Finanzas del

Centro de Investigaciones y Desarrollo Empresarial (CIDE), porque el tema objeto de estudio forma parte de las áreas de conocimiento desarrolladas dentro de las actividades de esta línea de investigación.

### **Alcance de la investigación**

La investigación se realizará en las estructuras de financiamiento de las cabañas turísticas ubicadas en el Municipio Santos Marquina del Estado Mérida durante el período 2007 - 2011. La metodología desarrollada y sus resultados serán aplicables a dichos establecimientos, así como a cualquier otro con características similares.

[www.bdigital.ula.ve](http://www.bdigital.ula.ve)



## CAPITULO II

### MARCO TEÓRICO

El presente capítulo ha sido desarrollado con la intención de construir un marco de referencia teórico para la investigación. Para tal efecto, el capítulo se divide en tres secciones: la primera presenta los antecedentes de la investigación, la cual incluye estudios realizados sobre el costo de capital y sus variables a nivel internacional, nacional y local; la segunda sección, presenta los fundamentos teóricos sobre los cuales se enmarca el estudio del costo de capital de la estructura de financiamiento en las cabañas turísticas y finalmente, la tercera sección plantea la sistematización de las variables de investigación.

#### www.bdigitalula.ve **Antecedentes de la Investigación**

Conocer el costo de capital que pagan las empresas por el uso de los recursos financieros propios y ajenos, es una información privilegiada e indispensable que hoy en día permite el crecimiento y la competitividad de las empresas. En ese orden de ideas, en distintos países se han realizado estudios empíricos sobre el cómputo del costo de capital, variables relacionadas y los métodos aplicados para su cálculo, así como su respectivo análisis.

Aun cuando hay que reconocer las potenciales diferencias entre los distintos países, y con respecto a Venezuela, se analizan distintas investigaciones sobre la problemática estudiada con el propósito de conocer su estado de arte. En ese sentido, se relata el apoyo empírico que ha recibido la temática en estudio:

En el ámbito internacional se encuentra el estudio elaborado por Ferreira (2011), titulado *Cálculo do custo médio ponderado do capital da empresa ABC, S.A*, investigación que se realizó con la finalidad de determinar el costo promedio ponderado de una compañía del sector de la construcción en Portugal, la cual no cotiza sus acciones en bolsa y está presente en dieciséis mercados: Portugal, España, Angola, Argelia, Mozambique, Libia, Camerún, Guinea Ecuatorial, Guinea, Congo, Ghana, Arabia Saudita, Qatar, India, Mali y Malawi. En este trabajo de investigación, Ferreira (2011) enfatiza la necesidad de conocer el costo de capital de las empresas, sobre todo cuando estas operan a nivel internacional, debido a que cada mercado presenta características diferentes y por consiguiente su nivel de riesgo varía. Del mismo modo, destaca la importancia de considerar a la hora de determinar el costo de capital: el modelo de cálculo, la calificación de las agencias evaluadoras y la proporción entre el capital propio y ajeno. Para el autor, el costo promedio ponderado de capital es una herramienta que contribuye en la toma de decisiones de la empresa, así como al grado de rentabilidad de cada proyecto, tanto para la empresa como para los socios.

En ese mismo orden de ideas, en México, el artículo elaborado por Chagolla (2010), titulado *El financiamiento en las pymes* publicado en la Revista Ciencias Empresariales, presenta un modelo para la determinación del costo de financiamiento total de las pymes, el cual incluye el costo del financiamiento a corto plazo. Para respaldar la metodología propuesta, realizó una investigación a 40 empresas michoacanas del sector comercio, servicio y manufactura; de donde se desprende la importancia que tiene el financiamiento externo a corto plazo en la estructura financiera de las empresas de la región. En esta investigación Chagolla (2010) enfatiza sobre la importancia de conocer el costo de los diferentes tipos de financiamiento a

los cuales una empresa puede acceder, por cuanto este permite mejorar la toma de decisiones con respecto al diseño de la estructura de financiamiento.

Asimismo en El Salvador, se encuentra la investigación teórica titulada *El costo de capital* por Venavides (2011), quien analizó los fundamentos sobre el costo de capital, las variables que lo integran y con las que se relaciona para su cálculo, además de los métodos más conocidos para el respectivo cómputo. Igualmente, la investigación incorpora la experiencia de un estudio realizado, en la década de los años 90, a diversos entes de los Estados Unidos de América sobre la forma cómo calculan el costo de capital; así como también, se describe el método que emplea la Superintendencia General de Electricidad y Telecomunicaciones (SIGET) de la República de El Salvador.

En Chile, el artículo elaborado por Zúñica y Soria (2009), titulado *Costo de capital del sector pesquero-acuícola chileno* publicado en la Revista Interciencia, presenta un estudio donde se estima la tasa de costo promedio ponderado de capital (WACC) para el sector pesquero-acuícola chileno, el cual de acuerdo a los autores, es un parámetro esencial para la toma de decisiones de inversión en dicho sector. En ese sentido, estimaron la estructura de capital promedio de un grupo de empresas representativas del sector, su costo de deuda promedio y el costo del patrimonio. Para la estimación de este último parámetro, aplicaron comparativamente tres enfoques: el CAPM local, CAPM global y el método de corrección de Godfrey y Espinoza (1996). Los resultados confirman que ese procedimiento arroja estimaciones muchos más plausibles para el costo del patrimonio, implicando una tasa WACC para el sector pesquero-acuícola chileno de 19,6% nominal anual.

En Bolivia, el artículo de Vargas (2011), titulado *Estimación del costo del patrimonio y costo del capital por medio de tasas de rendimiento ajustadas al riesgo* publicado en la Revista Investigación & Desarrollo, presenta una aplicación de la teoría financiera para calcular el Costo del Patrimonio y el Costo del Capital en pequeñas y medianas empresas para cinco sectores económicos de Bolivia, aplicando tasas de rendimiento ajustadas al riesgo. El objetivo principal es mostrar que es posible utilizar el Modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model), en economías en vías de desarrollo que no cuentan con mercados bursátiles desarrollados, siempre y cuando se realicen los ajustes necesarios que permitan incluir diferentes factores de riesgo. Por otro lado, se presenta un enfoque alternativo de estimación conocido como Rendimiento de Bonos y Prima de Riesgo, utilizando datos de tasas de interés activas para pymes vigentes en el sistema financiero; los resultados alcanzados con ambos modelos fueron muy similares, lo que permitió en última instancia realizar una valoración del Costo de Capital para las Pymes bolivianas considerando tres escenarios de apalancamiento financiero.

En Colombia, el apoyo empírico que ha recibido la temática en estudio, ha sido evidenciado a través de numerosas investigaciones. Dentro de ellas cabe mencionar:

- El artículo *Costo de Capital: Sector avícola periodo 2000-2007* elaborado por Gama (2009) y publicado en la Revista Criterio Libre, el cual presenta un estudio sobre la incidencia e influencia de las variables determinantes para el cálculo del costo de capital y el consiguiente reflejo en los estados financieros de las PYMES del sector avícola de Bogotá, durante el periodo 2000-2007, con el fin de proponer alternativas del uso del costo de capital para ser utilizado como herramienta financiera de decisión gerencial. Para llevar a cabo la investigación, Gama (2009) estudió los principales referentes

teóricos del costo de capital desarrollados en Colombia, definiciones sobre el mismo y las formulaciones para su obtención. Asimismo, estudió el sector avícola de la ciudad de Bogotá y realizó los cálculos de los diferentes indicadores financieros de liquidez, endeudamiento y rentabilidad, el costo del uso de capital y el costo de capital promedio ponderado para la totalidad de la muestra. Analizó la incidencia de cada uno de los factores determinantes del costo de capital, como son: el impuesto de renta, la tasa de cambio, los aranceles y la tasa de interés nominal, dejando sin modificación la variable a estudiar, para finalmente determinar que la variable que más incidió en los estados financieros, fue la tasa de interés nominal.

- El trabajo de investigación de Buzón (2010), titulado *Análisis del costo y estructura de capital de empresas de telecomunicaciones en Colombia*, investigación que fue realizada en tres empresas del subsector de la radio en Colombia, con la finalidad de analizar su estructura y costo de capital a través de los modelos CAPM y Build Up entre los años 2002-2008. En el estudio, Buzón (2010) expone los conceptos básicos del costo y la estructura de capital, así como su importancia dentro del ámbito empresarial. Asimismo, presenta brevemente la información del sector, su comportamiento en el periodo de tiempo del estudio, metodología, cálculo y análisis de los valores producto del trabajo de investigación. A través de ésta, se pudo conocer que las metodologías empleadas para el cálculo del costo del patrimonio muestran resultados diferentes. De acuerdo a los valores obtenidos, el costo promedio ponderado de capital con CAPM, evidencia que, aunque diferentes empresas trabajen en el mismo sector (radio y televisión), unas pueden proveer los servicios a diferente costo de capital que otras. Por su parte, el modelo Build Up falla al tener parámetros estándares que hacen que el costo de capital

para las diferentes empresas no varíe mucho sin importar el tamaño, estructura de capital u otros factores que se tienen en cuenta a la hora de tomar decisiones sobre la financiación. Para Buzón (2010), la alta sensibilidad de cualquier modelo de cálculo a las variaciones de los parámetros seleccionados (Ej. la rentabilidad del mercado en el caso del cálculo del CAPM, o la tasa libre de riesgo para el Build up) hace que se corra el riesgo de evaluar la empresa fuera de los estándares del mercado o de la industria, obteniéndose de esta manera valores errados para el costo promedio de capital.

- La investigación titulada *El efecto de los impuestos sobre el costo de capital: Estudio de un caso en Colombia* por Baez (2011), quien a través de un estudio de caso de la empresa Almacenes Éxito, S.A. (período 2006-2010), analiza el efecto que tienen los impuestos en el costo de capital. Para observar dicho efecto, Baez (2011) se apoyó en las principales proposiciones de Modigliani y Miller, y concluyó que el efecto de los impuestos corporativos en el costo de capital de Almacenes Éxito, S.A. no tiene un significativo beneficio tributario en el costo de capital obtenido de la financiación con deuda, por lo que el incentivo para la empresa en estudio de buscar financiación con deuda, son sus decisiones de inversión.
- El trabajo de Cruz (2012), titulado *Medición y análisis de un modelo para la determinación del costo de capital de las pymes del subsector de confección en Bogotá*, aporta solución al problema del desconocimiento que tienen los encargados de la gestión financiera de las empresas del sector de la confección en Colombia, sobre un modelo para el cálculo del costo de capital ajustado a las condiciones del entorno en el que operan. En ese orden de ideas, Cruz (2012) propone realizar un repaso de los diferentes modelos teóricos

disponibles en la literatura financiera para la determinación del costo de capital, así como el respectivo análisis de su aplicabilidad en el contexto en estudio. En la investigación Cruz (2012) implementó el modelo seleccionado a los estados financieros consolidados de una muestra de 416 empresas del subsector de confecciones que reportaron su información contable entre los años 2006 y 2009 a la Superintendencia de Sociedades; asimismo, describió el procedimiento seguido para calcular su costo de capital. A través de los resultados del estudio se pudo conocer sobre la pequeña participación que tuvo el endeudamiento en la estructura de capital, la cual fue del 20%. Sobre este resultado Cruz (2012) concluye que el mismo se debe a que la estructura de capital está influenciada por el tamaño, tal como lo menciona Rivera (citado en Cruz, 2012) al referirse a las medianas empresas que se ajustan a lo establecido por la teoría del Pecking-Order, específicamente por existir una relación positiva entre rentabilidad y fondos internos, es decir entre más utilidades, menor endeudamiento. En consecuencia, Cruz (2012) recomienda en su investigación estudiar con mayor detenimiento los factores que determinan el endeudamiento de las empresas.

- El trabajo de investigación de Mayorga (2012), titulado *La medición del costo promedio ponderado de capital WACC, factor determinante en las deficientes decisiones de inversión-financiamiento de las pymes del sector industria de la ciudad de Bogotá DC*, presenta un modelo de medición y operación del costo promedio ponderado de capital WACC, que permite tomar decisiones de inversión y financiación, acordes a una estructura financiera que soporte la gestión financiera del negocio y que además actúe como elemento de control permanente. Para la investigación Mayorga (2012), aplica los modelos de estructura óptima de capital a una muestra de 69 empresas pymes de los distintos

subsectores del sector industria de la ciudad de Bogotá, a partir de la información financiera de los últimos 5 años, se simularon varios escenarios, con lo cual se llegó a establecer la estructura financiera de las empresas, así como cuál debe ser su estructura óptima. Finalmente se desarrolló una propuesta de modelo de estructura a partir de los resultados.

- El artículo elaborado por Moscoso, Sepúlveda, García y Restrepo (2012), titulado *Costo de capital en entornos económicos cambiantes: Caso Valle de Aburrá (Antioquía)* publicado en la Revista Facultad de Ciencias Económicas: Investigación y reflexión, presenta un estudio que establece en qué medida el costo de capital de las empresas medianas y grandes pertenecientes al cluster construcción en el Valle de Aburrá, muestran un comportamiento diferente en épocas de auge y de crisis económica. Para alcanzar este objetivo, los autores utilizan una metodología descriptiva que permite confrontar la teoría financiera con la información empresarial obtenida del Sistema de Información y Riesgo Empresarial (SIREM) de la Superintendencia de Sociedades de Colombia para el período comprendido entre los años 2005 - 2009. A partir de esta información calculan el costo de la deuda, el costo del patrimonio y el costo de capital, y analizan su comportamiento en el periodo de tiempo considerado. Como principales hallazgos de la investigación, los autores encuentran que no existe una diferencia marcada en el comportamiento del costo de capital en los ciclos económicos considerados. Hay un crecimiento moderado del patrimonio, siendo similar el comportamiento del costo de capital al del patrimonio; es decir, el costo de capital tiene el mismo comportamiento del componente de patrimonio debido al peso ponderado que tiene esta variable en la estructura de capital.



En cuanto a las investigaciones realizadas en el ámbito nacional, es importante destacar que las mismas, a pesar de no tratar directamente el tema del costo de capital, forman parte importante de la sustentación teórica sobre la cual se realiza el análisis planteado en el objetivo general de la presente investigación. En ese orden de ideas, entre las investigaciones desarrolladas en Venezuela, se pueden mencionar:

- El trabajo de investigación de Dávila (2005), titulado *Análisis de las fuentes de financiamiento de las pequeñas y medianas industrias de la ciudad de Guatire, Municipio Zamora del Estado Miranda: Período 2000-2003*, el cual analiza las fuentes de financiamiento utilizadas por las PYMIs Municipio Zamora, a fin de formular recomendaciones que permitan mejorar las decisiones de financiamiento de dichas empresas. La investigación es de tipo descriptivo y analítica. Para obtener la información se seleccionó una muestra de 35 PYMIs. Se concluye que los pequeños y medianos industriales estudiados poseen una estructura conservadora dado la presencia de financiamiento interno de forma considerable, y relativamente estables en cuanto a su rentabilidad. Uno de los principales fenómenos originados en los últimos años ha sido la inflación que las afecta en forma directa y trae las siguientes consecuencias: imposibilidad de reposición de inventarios, incrementos del costo de mano de obra, escasez de mano de obra especializada, carestía del trabajo, altos costos de producción y financiamiento e incremento de la inversión.
- El artículo elaborado por Fernández, Cazorla y López (2009) titulado *Problemática financiera de las pequeñas y medianas empresas de los estados venezolanos Carabobo y Aragua*, editado en la Revista Anales de la Universidad Metropolitana, presenta un estudio que determina los factores que condicionan la estructura de capital de las pequeñas y medianas empresas venezolanas. Para alcanzar este

objetivo, se realiza un trabajo empírico en 95 empresas en las que se miden un conjunto de variables generales, estratégicas y financieras. La selección de las variables se basó en los postulados de la Teoría de la Agencia, Teoría de Señales, Orden de Preferencia y Estrategias empresariales. Entre los resultados más importantes se encuentra que las variables reputación, oportunidad de crecimiento y rentabilidad sobre activos, demostraron tener una relación significativa con la variable endeudamiento. Asimismo, se concluye que las variables financieras: oportunidad de crecimiento, rentabilidad sobre activos y riesgo, explican en un 60% la estructura de capital de las PyMEs venezolanas pertenecientes a los estados Aragua y Carabobo.

- El artículo de Ferrer y Tresierra (2009) titulado *Las pymes y las teorías modernas sobre estructura de capital*, publicado en la Revista Compendium, el cual estudia la capacidad explicativa de las Teorías Modernas sobre Estructura de Capital con relación a la composición del capital entre deuda y recursos propios adoptada por las PyMEs. A partir de los fundamentos que sustentan la Teoría del Equilibrio Estático (Trade-off Theory) y la Teoría de la Jerarquía Financiera (Pecking Order Theory), y tomando en cuenta las características particulares de las PyMEs (opacidad de la información, falta de un historial y trayectoria financiera, la motivación por mantener la propiedad y el control) se pretende estudiar el comportamiento de la financiación de este grupo de empresas. Adicionalmente, se presenta el Modelo del Ciclo de Crecimiento Financiero de Berger y Udell (1998) el cual describe las variaciones en las estructura de capital adoptada por las PyMEs en función del acceso a las diferentes de fuentes de financiación con relación a su edad, tamaño y disponibilidad de la información.

- El artículo titulado *Descontextualización de las teorías financieras: ¿se puede hablar de factores determinantes de la estructura de capital de las pyme venezolanas?* realizado Fernández (2010) y publicado en la Revista de Ciencias sociales, que presenta una disertación sobre las razones que justifican la poca aplicabilidad de las teorías que explican la estructura de capital, a la realidad de las PyME venezolanas de la región central del país.

Respecto a las investigaciones realizadas en el ámbito local (Mérida – Venezuela), se encuentran:

- El artículo de Altuve (2006) titulado *Análisis cuantitativo y mejora de la calidad del costo de capital en las pequeñas y medianas empresas (pymes)*, editado en la Revista Actualidad Contable FACES, el cual destaca la importancia del uso del financiamiento a corto plazo en las pymes y su respectivo costo de capital. Este artículo, presenta los modelos para el cómputo del costo de capital de los créditos bancarios a corto plazo, créditos de proveedores y costo de capital por mantener mercancía en un almacén sin controles adecuados.
- El artículo *Estructura de las mipymes merideñas desde la óptica de su acceso al financiamiento formal*, elaborado por Sumoza y Ponsot (2007) y publicado en la Revista Actualidad Contable FACES, describe la situación general y las características financieras más resaltantes del sector de las micro, pequeñas y medianas empresas (MiPyMEs) en el Estado Mérida, Venezuela, a partir de los resultados de la aplicación de una encuesta realizada en Junio de 2000, a una muestra de 579 organizaciones empresariales regionales. Se comenta sobre la metodología de muestreo aplicada y sus resultados en términos de sus posibilidades de acceso al financiamiento formal.

- La investigación de Araujo (2009), titulada *Estructura de capital de las pequeñas y medianas industrias del Municipio Libertador en el Estado Mérida: Un análisis para el período 2002-2006*, investigación de campo que se realizó en 43 PyMIs del Municipio Libertador del Estado Mérida, Venezuela, con la finalidad de analizar su estructura de capital y destacar las diferencias existentes entre los costos de capital entre estructuras diversificadas y no diversificadas, así como los aspectos más importantes derivados de cada una de ellas. En esta investigación, Araujo (2009) concluye que las pequeñas y medianas industrias mantienen en su mayoría, financiamiento interno como principal fuente de recursos. Sin embargo, existe un 42% de ellas que ha diversificado su estructura de capital. Para la autora, estos resultados conducen a afirmar que las estructuras de capital diversificadas tienden a disminuir los costos de capital con respecto a las no diversificadas por lo que se recomienda la diversificación del capital dentro de las estructuras carentes de ellas.
- El artículo de Grado (2011) titulado *Teoría de la estructura de capital y su impacto en la toma de decisiones de inversión y financiamiento*, publicado en la Revista Visión Gerencial, analiza algunas teorías sobre la estructura de capital, tomando como referencia el artículo de Modigliani-Miller publicado en 1958, el cual pretende ofrecer una justificación operativa para que el costo de capital sea independiente del nivel de endeudamiento. La posición de dichos autores se basa en el supuesto de un mercado perfecto y una conducta racional de los inversionistas y no existe razón para no admitir que dos firmas idénticas con iguales empleos y beneficios de la misma clase de riesgo, deban tener igual valor total de mercado aunque difieran en su nivel de endeudamiento. En este sentido, la posibilidad que tienen los inversionistas de endeudarse personalmente basta para evitar que el

nivel de endeudamiento influya sobre las cotizaciones. Haciendo abstracción del impuesto sobre los beneficios y suponiendo que el tipo de interés exigido a los prestatarios sea el mismo para personas naturales y jurídicas, las diferencias posibles entre las cotizaciones de las acciones de ambas firmas se eliminan rápidamente mediante un proceso de arbitraje. Al margen de las discusiones teóricas, si se admite que los tipos de interés exigidos por los inversionistas crecen a partir de un determinado nivel de endeudamiento de la firma, siempre habrá un límite práctico para ese grado de endeudamiento pues resulta inconcebible que la firma estuviera racionalmente dispuesta a emitir deuda en vez de acciones, cuando el tipo de interés marginal de esas obligaciones fuese superior al rendimiento exigido por los accionistas, incrementando la tensión financiera.

Los estudios mencionados previamente, se consideraron antecedentes de la presente investigación, por cuanto, además de reconocer la importancia del costo de capital en la toma de decisiones gerenciales, mostraron la metodología y análisis que siguió la investigación propuesta para el cumplimiento de los objetivos planteados.

### **Bases Teóricas**

Esta sección contiene los fundamentos teóricos sobre los cuales se encuentra enmarcada la problemática en estudio y el diseño de la sistematización de variables. Para lograr este fin, el apartado incluye en primer lugar, la definición de establecimientos de alojamiento turístico, sus características, clasificación y categorización dentro del contexto venezolano. En segundo lugar, una explicación general sobre el sistema financiero y los mecanismos de transferencia de fondos en los que participan los agentes de dicho sistema. En tercer lugar, un abordaje sobre los aspectos

fundamentales de la administración financiera, las decisiones de financiación y su relación con el diseño de la estructura de financiamiento y capital de las empresas. Por último, una explicación sobre el costo de capital de los recursos financieros a corto y largo plazo, así como sus respectivos métodos de cálculo.

### ***Establecimientos de Alojamiento Turístico***

#### ***Empresa***

Puesto que la empresa ha sido una entidad estudiada por diferentes disciplinas, resulta complejo establecer un concepto único y definitivo sobre lo qué es. La definición más clásica y restrictiva procede de la teoría económica, la cual define la empresa como: una unidad económica encargada de producir bienes y servicios para un determinado mercado, en condiciones de eficiencia y eficacia (Parra y Calero, 2006, p.35).

No obstante, existen otros enfoques teóricos que definen la empresa *como una organización y como un sistema abierto*, donde se destacan los valores técnicos, económicos, cooperativos y sociales de la misma. A continuación, se analizan con detenimiento dichas definiciones.

#### ***La empresa como organización***

El enfoque teórico proveniente de la Ciencia de la Organización y Administración, concibe la empresa como un tipo particular de organización. Robbins (citado en Parra y Calero, 2006), define la organización como “una unidad social conscientemente coordinada... que funciona de manera relativamente continuada para alcanzar una meta o un conjunto de metas comunes” (p.36).

Según Rodríguez (2003), existen dos formas de pensar la organización: la formal y la informal. La primera define la organización de manera estricta. La segunda, toma como base la disposición y las relaciones informales de trabajo.

**Organización formal.** Se refiere a la estructura intencional de papeles o roles que cumplen las personas dentro del grupo para alcanzar las metas planteadas. De acuerdo a Rodríguez (2003), se trata del “resultado de decisiones explícitas y de naturaleza prescriptiva, una guía de la manera en que las actividades deben ser realizadas” (p.238).

**Organización informal.** Davis (citado en Koontz y Wehrich, 1994), describe la organización informal como “una red de relaciones personales y sociales no establecidas ni requeridas por la organización formal pero que se producen espontáneamente a medida que las personas se asocian entre sí” (p.246). Para Rodríguez (2003), las relaciones informales son de vital importancia, por cuanto permiten adaptar la organización formal a los constantes cambios del entorno.

### ***La empresa como sistema abierto***

A mediados de la década de 1960, surge la idea de analizar las empresas como sistemas. De acuerdo a Robbins y DeCenzo (2002), un sistema es un conjunto de partes o elementos interdependientes, relacionados entre sí y ordenados de modo que producen un todo unificado, o como lo resumen Johnson, Kast y Rosenzweig (1966), “un todo organizado o complejo” (p.14).

Hay dos tipos básicos de sistemas: (a) los que no están sujetos a la influencia de su entorno, ni interactúan con él –*sistemas cerrados*, y (b) los que reconocen la interacción dinámica entre ellos y su entorno –*sistemas abiertos*. Bajo esta perspectiva, una empresa puede ser considerada como

un *sistema abierto*, por cuanto no existe en el vacío, al contrario depende de su ambiente externo con el que intercambia unas entradas y unos resultados.

### ***Elementos que describen la empresa como sistema***

- a) Entradas.** Se refiere básicamente a los insumos. Incluyen personas, recursos materiales, informáticos y financieros; así como también las demandas -o insumos metas- de los grupos de interés con los que la empresa interactúa (empleados, consumidores, proveedores, accionistas, gobiernos, comunidad, entre otros).
- b) Proceso de transformación.** Es el conjunto de actividades u operaciones que convierten los insumos en resultados. El proceso de transformación, engloba según Da Silva (2002):
- Actividades técnicas. Tareas relacionadas con la transformación y la producción de bienes y servicios.
  - Actividades comerciales. Trabajos asociados con las transacciones de compra, venta y permuta.
  - Actividades financieras. Labores vinculadas a la captación y buen uso del capital.
  - Actividades de seguridad. Funciones cuyo objetivo es la preservación y protección de las personas y los bienes.
  - Actividades contables. Tareas destinadas a registrar y controlar las variaciones que experimenta el patrimonio de la empresa, así como sus resultados (cantidad y clase de pérdida/ganancia).
  - Actividades administrativas. Acciones relacionadas con la integración de todas las operaciones de la empresa. Las actividades administrativas coordinan y sincronizan las actividades anteriormente mencionadas, por lo cual influyen sobre ellas.
- c) Sistema de comunicación.** Está compuesto por aquellos subsistemas que enlazan las operaciones internas de la empresa, así



como los subsistemas que vinculan la empresa con su ambiente externo.

**d) Ambiente externo.** Hace referencia al entorno general dentro del cual funciona la empresa, y sobre el que la gerencia no tiene control absoluto. El ambiente externo lo integran:

- El entorno tecnológico. Fuerzas externas relacionadas al avance en el conocimiento y las técnicas de producción de bienes y servicios.
- El entorno económico. Integrado por aquellas variables que condicionan el rendimiento actual y futuro de la empresa: tasa de interés, tipo de cambio, producto interno bruto, inflación, tasa de desempleo, entre otras.
- El entorno político/legal. Comprende el conjunto de decisiones y acciones provenientes de los diferentes gobiernos y administraciones públicas, en materia de regulación.
- El entorno sociocultural. Fuerzas de carácter demográfico, cultural y sociológico que condicionan las actividades de la empresa y la demanda de sus bienes y servicios.

**e) Resultados.** Varían de una empresa a otra. Para Koontz y Weihrich (1994, p.19) son resultados: los productos, servicios, utilidades; así como la satisfacción e integración de las metas de los diversos grupos de interés, los cuales en muchas ocasiones son opuestos.

**f) Revitalización del sistema.** Se refiere al proceso que permite convertir algunos resultados nuevamente en insumos.

De acuerdo a los enfoques teóricos expuestos, una empresa puede ser definida como:

*Una unidad económica y social que, bajo cierta estructura organizativa, combina factores humanos, técnicos y financieros, con la finalidad de proveer a la sociedad de bienes y servicios.*

## ***Empresa Turística***

La empresa turística no modifica su definición respecto al concepto genérico de empresa desarrollado anteriormente. Según Parra y Calero (2006), su calificación de “turística” está determinada por el consumidor al que se dirige el servicio, es decir *el turista*; quien, de acuerdo al Decreto con Rango, Valor y Fuerza de Ley Orgánica de Turismo (2008), en su Art. 90 y la Organización Mundial del Turismo (OMT, 2008), se trata de aquella persona que viaja y pernocta fuera de su lugar de residencia, por un período de tiempo inferior a un año, con la finalidad de buscar recreación y esparcimiento en el sitio visitado.

De acuerdo a Ezagüi (1997), las inquietudes del turista en lo concerniente a: dónde ir, cómo llegar ahí, dónde alojarse, dónde comer y que lugar(es) visitar, hacen que todo destino turístico se vea en la necesidad de desarrollar una infraestructura integral de servicios básicos (información, alojamiento, transporte, alimentación y visitas a lugares o eventos de interés), dirigida a atenderlo de manera satisfactoria. Sobre la base de este planteamiento, Parra y Calero (2006) proponen definir como empresas turísticas: “aquellas empresas que tienen como objeto la prestación de un servicio turístico de alojamiento, restauración, transporte, mediación u ocio complementario” (p.37).

### ***Características diferenciadoras de la empresa turística***

La empresa turística por su propia naturaleza y porque su oferta es fundamentalmente servicios, presenta una serie de particulares que inciden en su organización y gestión. Entre éstas destacan, según Parra y Calero, (2006):

- a) **Localización próxima a los recursos turísticos.** Las empresas turísticas tienen su origen en la existencia de unos recursos que

atraen al consumidor (turista) y que hacen posible el desarrollo de su actividad.

- b) Elevado nivel de competencia.** Está sujeto a los destinos turísticos, de forma que la competencia a este nivel requiere que las empresas del sector –normalmente consideradas rivales entre sí– tengan que trabajar de forma cooperativa en la promoción de su destino.
- c) Estacionalidad de la demanda.** La mayoría de las empresas turísticas están sujetas a períodos de fluctuación de la demanda que se concretan en temporadas de alta afluencia turística.
- d) Imposibilidad de almacenar los productos terminados.** Uno de los mayores retos a los que se enfrentan las empresas turísticas es que producen en su gran mayoría servicios; situación que les confiere una serie de restricciones o características propias de la intangibilidad del producto.
- e) Importancia del capital humano.** El servicio turístico implica una transacción interpersonal entre un cliente (turista) y un complejo sistema humano *de entrega* de dicho servicio. Para Parra y Calero (2006), este *momento de la verdad* tiene un impacto directo en los niveles de satisfacción del cliente y en su imagen sobre la empresa prestadora del servicio.

La intangibilidad del servicio y su dependencia del factor humano hace que el servicio turístico sea heterogéneo, y su producción difícil de estandarizar y de controlar. En consecuencia, si se desea un servicio de calidad, Olmos y García (2011) recomiendan “prestar especial atención tanto a la formación y experiencia previa del personal, como a su formación continua dentro de la organización.

- f) Elevadas inversiones de capital.** Muchas empresas turísticas exigen importantes inversiones e inmovilizaciones de capital, y tienen un alto componente de costos fijos. Esto les genera problemas de falta de

flexibilidad tanto a la hora de ajustar su producción a cambios en la demanda, como a la hora de cambiar de actividad.

### ***Tipología de empresas turísticas***

Las empresas turísticas se pueden clasificar siguiendo múltiples criterios. En general, los más empleados son aquellos que enfocan el tamaño de la empresa y su forma jurídica.

**a. Atendiendo a su tamaño o dimensión.** Las empresas pueden ser clasificadas en: micro, pequeña, mediana y gran empresa. Existen diversos criterios para medir el tamaño o dimensión de la empresa. El más frecuente es aquel que toma como referencia el *número de trabajadores*, aunque también están aquellos que emplean como indicadores el *monto del capital* o el *de los activos*. En Venezuela, de acuerdo al Instituto Nacional de Estadística (2010), una microempresa –conocida también como pequeña empresa inferior– tiene entre 1 y 4 trabajadores, una pequeña entre 5 y 20, una mediana entre 21 y 100 y una grande más de 100 trabajadores.

**b. Atendiendo a su forma jurídica.** De conformidad con la legislación venezolana, las empresas se clasifican en: firmas personales, sociedades de personas y sociedades de capital. Según Gómez (citado en Morillo, 2000), las *firmas personales* son negocios cuyo único propietario no se considera ente separado de su negocio; legalmente, el propietario es personalmente responsable de las deudas del negocio; y contablemente, las operaciones del negocio están separadas de las otras actividades de su propietario.

En cuanto a las *sociedades de personas*, estas se clasifican en sociedades en nombre colectivo y sociedades en comandita. Para Toro (2012), las *sociedades en nombre colectivo* son aquellas en las que las obligaciones sociales están garantizadas por la responsabilidad ilimitada y solidaria de los socios de la empresa. Respecto a las *sociedades en comandita*, éstas se caracterizan por disponer de dos tipos de socios: (a) los

socios comanditantes, quienes son los que se obligan solidariamente con todos sus bienes muebles e inmuebles, y (b) los socios comanditarios o simples suministradores de fondos, quienes limitan su responsabilidad hasta la concurrencia de su aporte en la sociedad. Las sociedades en comandita pueden ser simple o por acciones.

Las *sociedades de capital*, para Gómez (citado en Morillo, 2000), “son aquellas en las cuales un grupo de personas invierten y arriesgan sólo parte de sus bienes, quedando sus demás propiedades privadas libres del riesgo de su empresa” (p.39). Estas sociedades se clasifican en compañías anónimas y en sociedades de responsabilidad limitadas. Las *compañías anónimas*, son aquellas cuyas obligaciones sociales están garantizadas por un capital establecido, dividido en acciones, y la responsabilidad de los socios se limita al monto de su capital suscrito. En el caso de las *sociedades de responsabilidad limitada*, las obligaciones, sociales están garantizadas por un capital determinado, dividido en cuotas de participación, las cuales no podrán estar representadas en ningún caso por acciones o títulos negociables.

Asimismo, existe otro tipo de organización de la actividad económica: *las cooperativas*. Éstas se guían por principios distintos a los de las empresas descritas con anterioridad. De acuerdo a Toro (2012), las cooperativas “tienen como finalidad la solución de problemas específicos de sus asociados, sobre la base de la cooperación de los mismos. En estas organizaciones se procura estimular la acción colectiva” (p.s/n). En las cooperativas tanto el capital como el trabajo son aportados por los asociados. En cuanto a los beneficios, éstos son distribuidos de acuerdo a la porción de trabajo aportada.

## ***Establecimiento de Alojamiento Turístico***

Los establecimientos de alojamiento turístico, de acuerdo a la definición propuesta por la OMT (2008) y Vértice (2007), son empresas que se encuentran ubicadas en un único emplazamiento, destinadas a proporcionar al consumidor (turista) servicios de habitación o residencia, con o sin otros servicios complementarios, en épocas y zonas turísticas determinadas.

Por su parte, en Venezuela, el Reglamento Parcial de la Ley Orgánica de Turismo sobre Establecimientos de Alojamiento Turístico (1998), en su Art. 2 y la Comisión Venezolana de Normas Industriales (COVENIN, 1987), definen los establecimientos de alojamiento turístico como: empresas que prestan al público, un servicio para hospedarse en forma temporal, con áreas e instalaciones comunes, que consta de una edificación o conjunto de edificaciones construidas o acondicionadas para tal fin, y operadas en forma conjunta. Las *unidades habitacionales* que integran los establecimientos de alojamiento turísticos -es decir, el área privada que ocupará el o los huéspedes durante la estadía- varían según las características arquitectónicas, ubicación y servicios prestados. Entre éstas, se encuentran: las *cabañas turísticas*.

***Cabañas turísticas.*** El Reglamento Parcial de la Ley Orgánica de Turismo sobre Establecimientos de Alojamiento Turístico (1998), en su Art. 7, define las cabañas turísticas como “unidades habitacionales generalmente aisladas de los servicios principales del establecimiento turístico, pero formando parte integral del mismo y conformadas por uno o más ambientes, una o más habitaciones con sus respectivas camas y servicios sanitarios completos” (p.s/n).

### ***Clasificación de los establecimientos de alojamiento turístico***

La tipología de establecimientos de alojamiento es muy amplia, hasta el punto de que existen diferencias no sólo entre los países sino también entre comunidades autóctonas (Vértice, 2007). En Venezuela, según el Reglamento Parcial de la Ley Orgánica de Turismo sobre Establecimientos de Alojamiento Turístico (1998), la tipificación de los establecimientos de alojamiento turístico está determinada por las características arquitectónicas, la ubicación y los servicios que ofrecen. En este orden de ideas, el Art. 10 del mencionado reglamento establece la siguiente clasificación:

- a) **Hoteles de turismo.** Son aquellos establecimientos que prestan en forma permanente el servicio de alojamiento en habitaciones con servicio sanitario, ofreciendo al huésped servicios básicos y complementarios según su categoría. Su tarifa diaria de alojamiento está determinada por el tipo de habitación y número de ocupantes.
- b) **Hoteles-Residencia de turismo.** Son establecimientos que prestan en forma permanente el servicio de alojamiento en apartamentos o cabañas, ofreciendo al huésped un mínimo de servicios básicos y complementarios según su categoría. Su tarifa de alojamiento (diaria y especial en el caso de estancias prologadas) está determinada por el tipo de apartamento o cabaña y número de ocupantes.
- c) **Moteles de turismo.** Al igual que los hoteles de turismo, prestan en forma permanente el servicio de alojamiento en habitaciones con servicio sanitario privado, además del respectivo servicio básico y complementario, según su categoría. Se caracterizan por estar ubicados generalmente en las proximidades de las vías automotoras, estar fuera de las zonas urbanas y poseer un espacio de estacionamiento que permite al huésped el acceso individual y directo a su habitación. La tarifa de alojamiento del motel de turismo, es diaria

y se encuentra determinada por el tipo de habitación y número de ocupantes.

- d) Hospedajes o Pensiones de Turismo.** Prestan en forma permanente el servicio de alojamiento en habitaciones privadas o colectivas, con servicio sanitario privado o colectivo; el cual cumpliendo con los requisitos mínimos según su categoría, ofrecen servicios de alimentación. La tarifa de alojamiento del hospedaje o pensión de turismo, puede ser diaria, semanal, quincenal o mensual por tipo de habitación o por cama.
- e) Posadas de turismo.** Se refieren a aquellos establecimientos de pequeña escala, localizados en centros poblados, zonas rurales, playas y carreteras en rutas o circuitos turísticos, administrados por una familia o por pequeños empresarios, destinados a satisfacer la demanda de servicios de alojamiento y alimentación.
- f) Campamentos de turismo.** Son aquellos establecimientos que además de ofrecer actividades al aire libre, prestan en forma periódica o permanente el servicio de alojamiento en tiendas de campaña, remolques habitables, cabañas u otros alojamientos de índole similar. Las cabañas mencionadas en este apartado, según las Normas para regular la actividad de los campamentos turísticos (1992), se refieren a: unidades aisladas, conformadas de un solo ambiente, para uso colectivo, separadas de los servicios del establecimiento pero formando parte integral de él, sin poseer las características y servicios que son propios de las estructuras hoteleras (Art. 1).
- g) Estancias de turismo.** Son establecimientos similares a una posada de turismo las cuales se encuentran cercanos a la ciudad, en áreas rurales con ambiente campestre. De acuerdo al Tabulador de servicios para las categorías de los establecimientos de alojamiento turístico tipo estancia de turismo (1999), en su Art. 2, estas empresas deben contar con espacio suficiente para el desarrollo de las actividades



campestres relacionadas con la naturaleza, además del respectivo servicio de recepción, alojamiento, alimentación y complementarios.

En cuanto a las unidades habitacionales, éstas pueden ser unidades aisladas como las cabañas.

- h) Hatos, fincas o haciendas de turismo.** Son establecimientos ubicados en áreas rurales que prestan en forma periódica o permanente servicios de alojamiento y alimentación, además de organizar actividades propias de estos establecimientos y de ecoturismo.
- i) Establecimientos especiales de alojamiento de turismo.** Son aquellos establecimientos que prestan en forma periódica o permanente el servicio de alojamiento; cuyas características y condiciones de las instalaciones son diferentes a las anteriormente señaladas.

### ***Categorización de los establecimientos de alojamiento turístico***

La categorización, de acuerdo al Reglamento Parcial de la Ley Orgánica de Turismo sobre Establecimientos de Alojamiento Turístico (1998), es el procedimiento que mide la calidad y cantidad de servicios que prestan al huésped, los establecimientos de alojamiento turísticos (Art. 5).

Cada país establece su propio sistema de categorización (Ezagüi, 1997). Entre los más conocidos se encuentran: *Lujo, Primera Clase y Turista* (sistema utilizado por algunos países miembros de la Comunidad Europea); *Aprobado, Recomendado, Altamente Recomendado y De Lujo*; Escalas de 1 a 5 diamantes y de 1 a 5 estrellas.

En Venezuela, según el Reglamento Parcial de la Ley Orgánica de Turismo sobre Establecimientos de Alojamiento Turístico (1998), los establecimientos de alojamiento turísticos se agrupan en las siguientes categorías (Art.11):

- a) Hotel de turismo. De una (1) a cinco (5) estrellas.
- b) Hotel-Residencia de turismo. De una (1) a cinco (5) estrellas.
- c) Motel de turismo. De una (1) a tres (3) estrellas.
- d) Hospedaje o Pensión de Turismo. De una (1) a dos (2) estrellas.
- e) Posada de turismo. De una (1) a cuatro (4) estrellas.
- f) Estancia de turismo. De una (1) a cuatro (4) estrellas.
- g) Hato, finca o hacienda de turismo. De una (1) a cuatro (4) estrellas.
- h) Campamento de turismo. De tercera (3ª.) a primera (1era.) clase.

Cuando la categoría se establece por el otorgamiento de estrellas, la escala menor es de una (1) estrella y la máxima de cinco (5) estrellas.

Cuando la categoría se establece por clase, la escala inferior es la tercera (3a.) clase y la superior es la primera (1era.) clase.

### ***Servicios complementarios que prestan los establecimientos de alojamiento turístico***

El Instructivo de Servicios Complementarios (2013), señala como servicios complementarios los siguientes:

- a) Servicios recreativos.** Son aquellos destinados a satisfacer las necesidades de los turistas o visitantes que deseen practicar actividades de índole deportiva, de aventura, esparcimiento o disfrute, para lo cual se requiere que el establecimiento mantenga una infraestructura, equipamiento y materiales acordes con la actividad ofertada.
- b) Servicio ejecutivo y de eventos.** Se trata de servicios destinados a satisfacer las necesidades de los turistas o visitantes que requieran de una atención personalizada o la realización de eventos de interés, para lo cual solicitan de un personal capacitado, así como de equipos y materiales acordes a la necesidad ejecutiva, corporativa o de acontecimiento programado.

- c) **Servicios infantiles.** Se refiere a aquellos servicios dirigidos al cuidado, disfrute y esparcimiento de los turistas o visitantes menores de doce años.
- d) **Servicios de salud.** Son servicios enfocados en el bienestar, protección y recuperación de la salud de los turistas o visitantes que requieran conservar su bienestar físico, mental y social
- e) **Servicios para mascotas.** Son servicios dirigidos a satisfacer las necesidades de los turistas o visitantes que requieran de una atención personalizada o especial para el cuidado de su mascota.
- f) **Servicios de alimentos y bebidas.** Se refiere a todos aquellos servicios ofrecidos por un establecimiento de alojamiento turístico destinados al disfrute de los turistas o visitantes a través de los componentes culturales del lugar que visita, por medio de las comidas y bebidas elaboradas por un experto en la materia.
- g) **Zona comercial.** Se refiere al área del establecimiento de alojamiento turístico donde se ubican tiendas para el comercio, a los fines de que el turista o visitante pueda adquirir bienes o servicios.

Una vez analizados los componentes teóricos relacionados con la definición de establecimientos de alojamiento turístico, características, clasificación, categorización y servicios, es importante resaltar que este tipo de empresas de servicio, al igual que cualquier empresa, son agentes económicos que interactúan dentro del sistema financiero. En ese sentido, a fin de lograr una mayor comprensión, a continuación se explicarán los aspectos más resaltantes sobre este tema.

### ***Sistema Financiero***

Un sistema financiero, para Bello (2007), es un conjunto de instituciones, mercados e instrumentos que tienen como misión fundamental

“canalizar el ahorro financiero del país hacia sectores productivos de la economía” (p.32). Para lograr esta función, el sistema financiero relaciona los agentes económicos que desean invertir sus excedentes de ingresos, con los agentes económicos que requieren esos excedentes para financiar sus gastos de consumo o adquisición de insumos, maquinaria, equipos y otros bienes de capital utilizados en la actividad productiva.

**Agentes económicos y el ciclo de capital.** En toda economía de mercado, independientemente de su grado de desarrollo, se pueden identificar tres tipos de agentes económicos: las familias (personas naturales), las empresas y el Estado (Bello, 2007). De acuerdo a Loring (2004), el capital tiene su origen en el ahorro de dichos agentes económicos, llamados también *agentes económicos excedentarios*. Hay familias que tienen ingresos superiores a lo que necesitan: situación que les permite acumular un excedente de *ahorro monetario*. Hay empresas que tienen ingresos ordinarios superiores a sus gastos ordinarios, lo cual origina un *beneficio* y produce un excedente de tesorería. Asimismo el Estado, puede tener durante períodos parciales del ejercicio fiscal, un *superávit*, generándole un excedente de liquidez en el Tesoro Público.

De las consideraciones anteriores se desprende que a los agentes económicos excedentarios se les presenta un dilema, al que deben buscarle solución: tienen un presupuesto excedentario, es decir, sus ingresos son superiores a sus gastos, teniendo un excedente de dinero que no les genera un ingreso adicional. Los agentes económicos excedentarios, por tanto, están en capacidad de otorgar préstamos a los agentes económicos deficitarios o de gasto, quienes por definición, son aquellos que mantienen un nivel de gasto superior a sus ingresos. Esta posibilidad cobra mayor fuerza por el hecho de que para los agentes económicos excedentarios, mantener dinero ocioso implica un costo de oportunidad representado por los ingresos que su inversión generaría. En consecuencia, estos tres agentes

económicos: familias, empresas y el Estado; actúan en el mercado financiero como oferentes de dinero.

Por el lado de la demanda de dinero, Loring (2004) explica que las empresas y el Estado acuden al mercado financiero para captar los ahorros ofertados, bien sea en la forma de capital (acciones), préstamos u obligaciones. Las empresas, que captan recursos financieros, los invierten en sus respectivos negocios con la posibilidad de generar un beneficio que les permita remunerar el dinero captado de los ahorradores-inversores; dicha remuneración se realiza a través del pago de dividendos (en el caso de las aportaciones de capital) o intereses más principal (en el caso de préstamos y obligaciones). Para Loring (2004), “el importe de esta remuneración constituye el costo del capital” (p.18).

### ***Mecanismos de transferencia de fondos dentro del sistema financiero***

Según Bello (2007), existen básicamente dos mecanismos de transferencia, los cuales constituyen la esencia del funcionamiento del sistema financiero. Éstos se refieren a:

**a. *Financiamiento directo.*** Esta modalidad de financiamiento existe, cuando los agentes económicos excedentarios y los agentes económicos deficitarios intercambian dinero contra obligaciones en forma directa, o a través de la mediación de corredores especializados. Se caracteriza principalmente por dos razones. Primero, las obligaciones directas emitidas por los agentes económicos deficitarios, siempre pasan a propiedad de los agentes económicos excedentarios, incluso cuando el financiamiento se realiza con la participación de corredores especializados. Segundo, los agentes económicos excedentarios conocen la identidad de los agentes económicos deficitarios a quienes están otorgando financiamiento.

De acuerdo con Bello (2007), “el financiamiento directo históricamente constituyó la forma tradicional de canalizar el ahorro financiero de los

agentes económicos excedentarios o de ahorro, hacia los agentes económicos deficitarios o de gasto” (p.29). No obstante, esta modalidad presenta dos problemas fundamentales. El primero de ellos, se refiere a la sincronización de plazos a los cuales se concede el financiamiento. En otras palabras, la diferencia de tiempo entre el plazo de colocación de los fondos y el plazo de requerimiento de los fondos. El segundo problema hace referencia a la diferencia entre la cantidad de dinero que desean colocar los agentes económicos excedentarios y el monto de dinero que necesitan y requieren los agentes económicos deficitarios.

**b. Financiamiento indirecto.** El financiamiento indirecto se caracteriza por la participación de intermediarios (ej. bancos universales, bancos comerciales y otras entidades financieras del sector público y privado) que operan entre los agentes económicos deficitarios o de gasto y los agentes económicos excedentarios o de ahorro. Para Bello (2007) “su misión consiste en captar el ahorro financiero de los agentes económicos excedentarios o de ahorro, para luego canalizarlo hacia los agentes económicos deficitarios o de gasto, mediante créditos o inversiones en títulos valores” (p.30). Dentro de sus principales características, destacan:

- Presencia activa de un intermediario financiero en las operaciones de transferencia de fondos.
- Los agentes económicos excedentarios y deficitarios desconocen la identidad de uno y otro.
- Las obligaciones directas emitidas por los agentes económicos deficitarios o de gasto para documentar los créditos recibidos, son adquiridas por los intermediarios financieros, quienes a su vez emiten obligaciones indirectas para documentar los depósitos recibidos de los agentes económicos excedentarios o de ahorro.

Respecto al problema de plazos y montos que afectan el financiamiento directo. Bello (2007) explica que éste ha sido resuelto por el financiamiento indirecto de la siguiente forma:

... los intermediarios financieros son empresas especializadas que captan fondos por diferentes montos y a diferentes plazos, y luego otorgan créditos por diferentes montos a diferentes plazos. De esa manera, los ahorros de cientos de pequeños ahorristas, captados a diferentes plazos por una institución bancaria pueden ser utilizados por ésta para otorgar un préstamo a una gran empresa. Caso contrario, el ahorro de una gran agente económico excedentario captado por un banco puede ser utilizado por una institución bancaria para atender las necesidades crediticias de una gran cantidad de pequeñas empresas. (p.31)

### ***Administración Financiera***

La evolución experimentada por las actividades económicas y empresariales, ha provocado crecientes necesidades de especialización en el manejo y obtención de recursos (Morillo, 2000).

De acuerdo a lo planteado por Pascale (1992), la administración financiera es aquella extensión de la *teoría microeconómica* que se centra en las decisiones concernientes a la *utilización óptima de los recursos financieros dentro de las empresas*, con el objeto de lograr la maximización de su valor total en términos económicos y sociales.

La administración financiera se encarga de cuatro áreas fundamentales de decisión: inversión, financiamiento, política de dividendos y capital de trabajo. Sobre este particular, se describe lo siguiente:

***Decisiones de inversión.*** Para Castillo (2000), son decisiones dirigidas hacia la creación de valor a través del desarrollo de proyectos que generen una rentabilidad superior al costo de oportunidad. Según Termes (1998), estas decisiones determinan cuáles proyectos son rechazables y cuáles son aceptables y, en el supuesto de que por limitación de recursos, no

puedan realizarse todos los proyectos aceptables, las decisiones de inversión establecen un orden (de mejor a menos bueno) que permita el empleo eficiente de los recursos escasos.

**Decisiones de financiamiento.** De acuerdo a Pascale (1992), son decisiones que apuntan a determinar cuál es la mezcla de financiamiento (capital propio y deuda) óptima para la ejecución de inversiones.

Por su parte Castillo (2000) añade, que las decisiones de financiamiento se encuentran fundamentalmente dirigidas a definir la estructura de capital óptima en términos de costo y utilización de fuentes apropiadas, según las características de pago de los proyectos y/o negocios objeto de la financiación, con el fin de maximizar el valor de la empresa al ser el costo promedio ponderado de capital la tasa de interés que se aplica para descontar los flujos futuros de caja.

**Decisiones sobre la política de dividendos.** Para Termes (1998, p.18), la política de dividendos configura la decisión de cuánto repartir. Su cometido consiste básicamente en determinar la relación entre el dividendo y el beneficio, es decir, el porcentaje de pago, así como establecer el objetivo de crecimiento del dividendo.

**Decisiones sobre la administración del capital de trabajo.** Sobre este particular Contreras (2010) expone que las decisiones sobre la administración del capital de trabajo representan una de las decisiones fundamentales de la administración financiera y se refiere básicamente a la gestión eficiente de los activos y pasivos circulantes.

Una vez analizados los aspectos más importantes de las cuatro áreas fundamentales de decisión dentro de las cuales se encuentra enmarcada la administración financiera, resulta pertinente definir las estructuras de inversión, financiamiento y capital. En ese sentido:

**Estructura de inversión.** Es aquella que describe, según Pascale (1992), "las relaciones y proporciones que mantienen entre sí los distintos



activos de la empresa, los que estáticamente considerados, representan la inversión que la misma tiene en un momento dado” (p.378). La estructura de inversión, también es conocida como: *estructura de activos*.

**Estructura de financiamiento.** De acuerdo al Diccionario de Contabilidad y Finanzas (2002), es aquella que muestra el conjunto de elementos que conforman el pasivo y capital de una empresa, de tal manera que indica cómo ha sido financiado su activo. Incluye deudas de corto plazo y largo plazo, así como fondos propios y ajenos.

**Estructura de capital.** Según Pascale (1992), “comprende las relaciones y proporciones que se aprecian entre las fuentes de largo plazo de la empresa, así se trate de fuentes ajenas (deudas), como de fondos propios” (p.377).

### **Elementos patrimoniales**

Según la clasificación propuesta por Loring (2004) y Parra y Calero (2006), las estructuras de inversión y de financiamiento de una empresa contienen los siguientes elementos:

**a. Activo.** Constituye los elementos en los que se han materializado los recursos financieros. El activo está conformado por todos los bienes y derechos a favor de la empresa en un momento determinado. Sobre el activo, Contreras de Ussher (2005) agrega que la denominación *activo*, “se emplea para registrar en el Balance lo que la empresa ha adquirido en bienes muebles e inmuebles, en productos comerciales” (p.36).

Parra y Calero (2006), distinguen dos tipos de activos: el activo circulante y el fijo o inmovilizado.

- **Activo circulante.** Está integrado por aquellas inversiones cuyo plazo de conversión en disponible es menor o igual a un año. Se trata de elementos que tienen una vinculación directa con la actividad principal de la empresa, puesto que se trata de inversiones del propio proceso

productivo. Asimismo el activo circulante, también incluye partidas que, sin el referido vínculo con la actividad, tienen un plazo de disponibilidad corto.

- **Activo inmovilizado o fijo.** Incluye las inversiones cuyo plazo de conversión en disponible es superior a un año. Se trata de inversiones permanentes vinculadas a la empresa, es decir, que van a permanecer en el patrimonio de la empresa a lo largo de toda la vida útil de las mismas.

**b. Pasivo.** Representa todas las obligaciones que posee una persona natural o jurídica a favor de un tercero. El pasivo es uno de los componentes del lado derecho de un Balance General. Entre ellos destacan, el pasivo circulante y el pasivo fijo, este último subdividido en neto patrimonial y exigible a largo plazo.

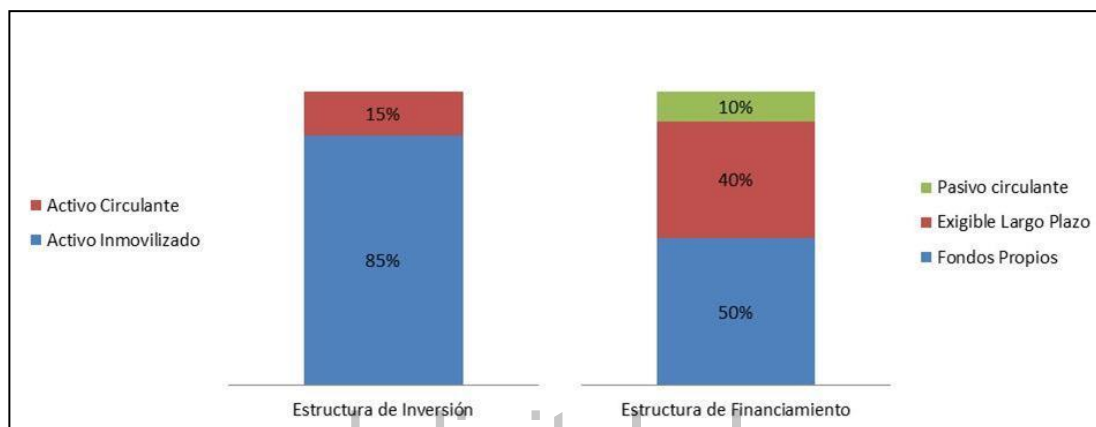
- **Pasivo circulante.** (También se denomina pasivo a corto plazo). Comprende todas las deudas contraídas por la empresa cuyo plazo es inferior a un año. Del pasivo circulante, se distinguen: (1) la financiación que la empresa encuentra en el propio proceso productivo, mediante el aplazamiento conseguido de los proveedores y, (2) cualquier deuda a corto plazo (menor a un año) que no tenga vinculación directa con la actividad.
- **Pasivo fijo.** Lo constituyen las fuentes financieras cuyo vencimiento es superior a un año. Este bloque, recibe el nombre de financiación básica y está conformado tanto por financiación propia como ajena. Este rubro lo integran el exigible a largo plazo y el neto patrimonial este último referido al derecho o participación a la propiedad de la empresa.

Asimismo, Parra y Calero (2006) presentan una distribución *promedio* de las proporciones de los elementos patrimoniales en las estructuras de inversión y financiamiento de las empresas que integran el sector hotelero

español. Para los autores, estas empresas -de manera global, no exacta- tienen en su activo total valores equivalentes al 15% en activos circulantes y 85% en activos inmovilizados. En cuanto a la financiación, existe predominio de los fondos propios, con un 50% de promedio (ver Gráfico 1).

### Gráfico 1

#### Estructura económica-financiera de las empresas del sector hotelero



Nota. Tomado de *Gestión y dirección de empresas turísticas* (p.411) por Parra y Calero, 2006, Madrid: McGraw-Hill.

#### Fondo de maniobra

El fondo de maniobra, para Loring (2004), es el monto de recursos permanentes -sean propios o acreedores a largo plazo- con que se financian las operaciones de carácter circulante. El fondo de maniobra también es llamado: *capital de trabajo*, *capital circulante*, *capital en giro* y *fondo de rotación*.

Dentro de una empresa coexisten dos ciclos financieros: el del capital fijo o a largo plazo y el del capital circulante o a corto plazo. Ambos transcurren a través del *proceso dinero → bienes/servicios → dinero*. El fondo de maniobra “es el volumen de recursos financieros permanentes que habrá que mantener materializados en inversiones circulantes para que el

ciclo corto pueda desarrollarse sin problemas” (Loring, 2004, p.382). Cuanto más largo sea la duración de este ciclo, más elevado debe ser el fondo de maniobra. Por el contrario, si el ciclo resulta de un grado tal que no demanda el acopio de materias primas o productos terminados y la mayoría o el total de las ventas son al contado; el fondo de maniobra tenderá a ser menor.

El fondo de maniobra (FM) se puede calcular a partir de la siguiente expresión:

$$FM = \text{Activo circulante} - \text{Pasivo circulante}$$

$$FM = \text{Recursos Permanentes} - \text{Activo fijo}$$

La expresión matemática descrita, según Parra y Calero (2006), indica la parte del activo circulante financiada con recursos permanentes, o bien, el exceso del activo circulante sobre el pasivo circulante. En ambos casos, se considera que cuanto mayor sea el FM, mejor será la estructura de financiamiento de la empresa desde el punto de vista de la liquidez.

[www.bdigital.ula.ve](http://www.bdigital.ula.ve)

### **Equilibrio financiero**

El equilibrio financiero de una empresa en general -y una empresa turística en particular- debe mirarse desde una perspectiva dinámica. En ese orden de ideas, según Parra y Calero (2006), el equilibrio financiero se define como: “aquella situación en la que la empresa puede hacer frente a todos sus compromisos de pago al vencimiento de éstos” (p.415). La situación financiera de la empresa se clasifica en cuatro puntos:

- **Situación financiera de máxima estabilidad.** Ocurre en el momento en que se crea la empresa. Aquí el activo total coincide con los fondos propios –hay ausencia del pasivo exigible a largo y corto plazo–. Para Parra y Calero (2006), esta situación es transitoria y atípica y se mantendrá hasta que la empresa comience a funcionar; es

precisamente en este momento, cuando comienza a aparecer el exigible a corto plazo inherente al comienzo de la actividad.

- **Situación financiera normal.** Para mantener sus actividades, la empresa recurre a fuentes financieras ajenas. En ese sentido, para que el equilibrio financiero se mantenga, se debe tomar en cuenta que el activo circulante debe hacerse líquido en un plazo inferior al año y a su vez superar las obligaciones contraídas con los acreedores en ese lapso de tiempo, es decir activo circulante debe ser mayor al pasivo circulante.
- **Situación financiera de suspensión de pagos.** Se produce cuando el pasivo circulante supera el activo circulante y pasa a financiar parte del inmovilizado. Cuando esto se produce la empresa no tiene posibilidades de hacer frente a las obligaciones contraídas a corto plazo.
- **Situación financiera de quiebra.** Aparece cuando debido a las sucesivas acumulaciones de pérdidas, el activo real de la empresa es inferior al valor de las deudas contraídas por ésta. Esta situación da paso a la suspensión de pagos, que es una situación temporal en la que el empresario renegocia las deudas que tiene con los acreedores a fin de alargar el vencimiento de las mismas. En la situación financiera de quiebra, se procede a la liquidación del activo real que aún posee la empresa y que como es inferior a las deudas contraídas, tendrá que establecer un orden de pago a los acreedores, hasta donde llegue el efectivo obtenido como consecuencia de la liquidación del activo.

### ***Factores que influyen en la estructura de financiamiento y de capital***

De acuerdo Briozzo y Vigier (2005), la teoría financiera sobre la estructura de financiamiento y de capital ha sido desarrollada en un entorno

de grandes corporaciones que llevan a cabo sus actividades principalmente en países desarrollados. Bajo este contexto, se desarrollan las Teorías del Equilibrio (Trade-off Theory), de la Jerarquía Financiera (Pecking Order Theory) y del Ciclo de Crecimiento Financiero de la Empresa; teorías que proponen las bases para entender, en el marco de los objetivos planteados en la presente investigación, la decisión de financiamiento y el respectivo diseño de la estructura de financiamiento y de capital.

### ***Teoría del Equilibrio***

Considera las ventajas y desventajas del endeudamiento, y por lo tanto admite la existencia de un índice óptimo de deuda (o ratio óptimo de apalancamiento) que minimiza el costo de capital y maximiza el valor de la empresa. Entre los factores considerados por la teoría del Equilibrio están los costos de quiebra, las ventajas fiscales del endeudamiento, los problemas de agencia y los costos asociados al ajuste de la estructura de capital.

**Costos de quiebra.** Los costos de quiebra, para Salloum y Vigier (1999), son de dos clases:

- Costos directos. Aparecen *después* de presentar la quiebra. Dentro de este rubro se encuentran los costos legales y administrativos de reorganización o liquidación de la empresa.
- Costos indirectos. Ocurren *antes* de presentar la quiebra, incluyen pérdida de ventas, de beneficios y de oportunidades de obtener crédito.

**Ventajas fiscales de endeudamiento.** El valor de una empresa endeudada será superior al valor de una empresa sin deuda, pues los flujos de fondos obtenidos por la primera serán mayores al incorporar los beneficios fiscales por el pago de los intereses del endeudamiento.

**Problemas de agencia.** Se refiere a las asimetrías de información que surgen después del contrato, y generan problemas de acciones ocultas y

de información oculta. De acuerdo a Briozzo y Vigier (2006), existe un conflicto de intereses entre el principal y el agente, y como hay asimetría de la información, el principal no puede observar las acciones del agente, quien tiene incentivos para actuar en su propio beneficio. Cuando una de las partes de un contrato tiene información privada que puede usar en su beneficio, la parte menos informada –quien se encuentra en desventaja- busca conseguir más información, y si esto le resulta costoso pueden surgir ineficiencias.

Existen dos tipos de problemas de agencia:

- Accionista/Administrador vs. Prestatario, que generan costo de agencia de la deuda.
- Administrador vs. Accionista, que originan costos de agencia del capital propio.

Para Briozzo y Vigier (2006), los problemas de agencia se asocian con la tasa de interés que cobran las distintas fuentes de financiamiento y la estructura de activos de la empresa, la cual sirve de colateral para garantizar el cumplimiento de la deuda.

**Costos asociados al ajuste de la estructura de capital.** Las empresas ajustarán su estructura hacia su ratio objetivo sólo si los beneficios generados por este ajuste superan a los costos de cambio, es decir generan un mayor valor para la empresa. Entonces, si los factores analizados previamente indican una relación positiva entre rentabilidad y ratio de deuda óptimo, una empresa de alta rentabilidad puede permanecer en un ratio de deuda relativamente bajo si se enfrenta altos costos de ajuste.

### ***Teoría de la Jerarquía Financiera***

Predice un orden de preferencias en cuanto a las decisiones de financiamiento. De acuerdo a este enfoque teórico, las empresas sólo utilizan el financiamiento externo, cuando el autofinanciamiento es *insuficiente*,

quedando en segundo orden: el atractivo del ahorro fiscal por concepto de pago de intereses de la deuda y las amenazas de insolvencia.

Según Myers (citado en Briozzo y Vigier, 2006) en la teoría de la jerarquía financiera, a diferencia de la teoría del equilibrio estático, no hay un índice de endeudamiento bien definido que establezca un óptimo, pues él, es el resultado de las necesidades acumuladas de financiamiento externo, una vez agotado los recursos financieros generados internamente cuando existen oportunidades de inversión rentables. En consecuencia, el índice de endeudamiento (o de apalancamiento) varía ante el desequilibrio entre los flujos de caja internos, los dividendos netos, y las oportunidades reales de inversión. Esto quiere decir, que las empresas más rentables con oportunidades de inversión limitadas mantienen bajos niveles de apalancamiento, no porque ese sea su objetivo, sino porque no lo necesitan; por el contrario, las empresas menos rentables se endeudan más porque sus oportunidades de inversión superan los fondos generados internamente.

De acuerdo Briozzo y Vigier (2005), las empresas jerarquizan las fuentes de financiamiento, de la siguiente manera: 1º) fondos internos (autofinanciamiento), 2º) deuda -primero deuda a corto plazo y luego deuda a largo plazo, y 3º) emisión de acciones. Entre los factores que explican este orden de preferencia, Briozzo y Vigier (2006) mencionan:

- **Flexibilidad.** Los administradores pueden disponer de los recursos financieros internos, de manera fácil y rápida.
- **Ausencia de los costos de transacción.** Las fuentes externas implican costos administrativos y de emisión que no están presentes en el financiamiento interno.
- **Asimetrías de información.** Los administradores de una empresa conocen mejor que los inversores externos la situación actual y esperada de la misma, y por esta razón desean mantener esa información privada. El uso de fondos internos ahorra a los administradores tener que dar información sobre la rentabilidad



esperada y oportunidades de inversión de la empresa. Para Briozzo y Vigier (2005), este comportamiento refleja los incentivos que tiene el administrador de retener el control de la empresa, reducir los problemas de agencia de las acciones y evitar la reacción de mercado generalmente negativa de los anuncios de emisiones de acciones.

### ***Teoría del Ciclo de Crecimiento Financiero de la Empresa***

En esencia esta teoría sostiene que las empresas tienen un ciclo financiero de crecimiento durante el cual cambian sus necesidades en cada etapa, así como las fuentes de financiamiento a su disposición; ya que a la par del desarrollo del negocio, se va ganando mayor experiencia y menor opacidad informativa. Según Briozzo y Vigier (2006) y Ferrer y Tresierra (2009), son factores determinantes de la estructura de capital: la antigüedad (edad), el tamaño de la empresa y la disponibilidad de información (registros contables que reflejen el nivel de activos tangibles de la empresa).

Por su parte Mac an Bhaird (2010) destaca que el modelo del ciclo de crecimiento financiero de la empresa incorpora elementos de las teorías del equilibrio estático, agencia y jerarquía financiera.

Sobre las características de cada fase del ciclo y sus respectivas fuentes de financiamiento, Mac an Bhaird (2010) y Rodríguez (2005) describen lo siguiente:

**Etapas de arranque.** Generalmente está asociada con el desarrollo del plan formal de negocio. Durante esta etapa las actividades de la empresa se enfocan principalmente hacia la búsqueda de financiamiento, búsqueda de los primeros clientes y adaptación de las instalaciones de la empresa. Asimismo, el gerente/propietario del negocio es el responsable de las ejecuciones simultáneas de las actividades operativas y administrativas de la empresa.

En el arranque, para Briozzo y Vigier (2006) y Huyghebaert y Van de Gucht (citados en Mac an Bhaird, 2010) las empresas son informacionalmente más opacas, situación que les dificulta acceder al financiamiento externo. Por tal razón, es común observar el uso frecuente de las aportaciones del propietario (ahorros personales), préstamo de familiares y amigos de éste, como medio de financiación.

**Etapa de crecimiento y expansión.** En esta etapa la empresa debe lograr un mayor grado de estabilidad dentro del mercado, así como también implantar los sistemas fundamentales, incrementar la base de clientela, contratar más personal y comenzar a usar las técnicas de mercadotecnia de manera formal.

Respecto a las alternativas de financiamiento más comunes durante la etapa de crecimiento y expansión, Weston y Brigham (citados en Mac an Bhaird, 2010) mencionan en orden de importancia: los recursos propios (en menor proporción respecto a la etapa de arranque), las utilidades retenidas, los créditos comerciales, los préstamos bancarios y sobregiros, las compras a plazo, el arrendamiento financiero, el financiamiento a largo plazo a través de las instituciones financieras y la emisión de títulos valores. Sobre este particular, Briozzo y Vigier (2006) opinan que esta secuencia debe ser analizada dentro del contexto del enfoque de la jerarquía financiera, por cuanto la misma indica que agotadas las fuentes de financiamiento interno, es preferible la deuda, debido a la existencia de costos de monitoreo y el problema de selección adversa.

**Etapa de madurez.** Durante esta etapa del ciclo, según Rodríguez (2005), es probable que el gerente/propietario ya haya alcanzado el éxito empresarial y esté al frente de una empresa con credibilidad y capacidad técnica comprobada.

Para Mac an Bhairs (2010), en la fase de madurez las empresas ya cuentan con un amplio registro de sus operaciones, situación que les permite acceder a cualquier fuente de recursos financieros. En cuanto a la selección

de las alternativas financieras, éstas se encuentran determinadas, más por las preferencias del gerente/propietario que por las restricciones de la oferta financiera.

**Etapas de declive.** El potencial de crecimiento de la empresa desciende y se comienzan a desechar las líneas de bienes o servicios menos rentables. Ante esta situación, el objetivo principal consiste en lograr equilibrar las ventas, el flujo de efectivo y el riesgo, con el propósito de crecer de manera lucrativa durante cierto tiempo.

Cuando se llega al estadio final de crecimiento, Rodríguez (2005) sugiere centrar la atención en la reducción de costos, la utilización eficaz de la fuerza de trabajo, el límite de gastos, el control de crédito y la cobranza, y el incremento de la rotación de existencias. El propósito de esto, es mantener la posición dentro del mercado y generar efectivo y capacidad para invertir en nuevos bienes o servicios.

A partir de los tres enfoques teóricos expuestos y la clasificación presentada en Brigham y Houston (2005), Frank y Goyal (citado en Briozzo y Vigier, 2005), Harris y Raviv's (citados en Céspedes, González y Molina, 2008) y Pascale (1992), se puede considerar, en términos generales, como factores relevantes en la decisión de financiamiento y por consiguiente del diseño de la estructura de financiamiento y de capital:

- 1. Organización.** Hace referencia a la estructura societaria de la empresa y la limitación de la responsabilidad patrimonial de los propietarios. De acuerdo a Briozzo y Vigier (2005) se espera una relación positiva entre este aspecto y el endeudamiento: "a mayor limitación de la responsabilidad patrimonial, mayor endeudamiento" (p.s/n).
- 2. Características personales del dueño de la empresa.** Se refiere a factores personales como la actitud del dueño hacia el control del negocio y sus objetivos respecto a lo que quiere de la empresa

(incrementar su valor, dar trabajo a los miembros de su familia o procurarse cierto estilo de vida). Estos factores impulsan a emplear en mayor proporción las utilidades retenidas, las aportaciones de los dueños y las deudas a corto plazo. Dicha tendencia se acentúa con la edad del dueño.

3. **Grado de profesionalización del gerente de la empresa.** Contribuye a la aplicación de métodos de planificación formal, los cuales están asociados positivamente con el endeudamiento (porque disminuye la opacidad informativa). De la misma manera, se espera que el grado de profesionalización del gerente esté relacionado directamente con la diversificación del financiamiento, por cuanto la participación en la gestión de los profesionales de las ciencias económicas, permite el acceso a información sobre fuentes de financiamiento no tradicionales.
4. **Valor y rentabilidad.** Se refiere a la capacidad que tiene la empresa de generar flujos de fondos. Su relación con el endeudamiento dependerá del enfoque teórico bajo el cual se analice. Una relación positiva, es consistente con la teoría del equilibrio, lo que implica que a mayor rentabilidad, mayores beneficios fiscales y en consecuencia mayor endeudamiento para la empresa. Una relación negativa indica que la empresa financiará sus inversiones empleando su propio flujo de caja en lugar de la deuda, tal como lo explica la teoría de la jerarquía financiera.
5. **Costo de capital.** La minimización del costo total del capital de la empresa, para Pascale (1992), es un factor que suele tener singular importancia en el diseño de la estructura financiera. “Un mayor endeudamiento, en ciertos casos, puede hacer crecer el costo de total; por el contrario, en otras circunstancias, puede hacerlo descender” (p.379).

6. **Tamaño de la empresa.** Se espera una relación positiva entre el tamaño y el endeudamiento, por cuanto las empresas de mayor tamaño enfrentan menores asimetrías de información. Del mismo modo, a mayor tamaño, menor será la incidencia relativa a los costos de quiebra directo como porcentaje del valor de la empresa, por lo que se espera mayor endeudamiento.
7. **Estabilidad de las ventas.** Una empresa que posea una apreciable estabilidad en las ventas, será tanto más apta para tener una estructura financiera de mayor endeudamiento, que una que opere en un mercado altamente competitivo y con ventas muy inestables.
8. **Riesgos operativo y de los negocios.** Se espera que las empresas con mayor riesgo operativo y de los negocios prefieran el autofinanciamiento, para evitar aumentar nivel de apalancamiento (sumar el financiero al operativo), y por la posibilidad de incumplir con las obligaciones fijas que implica la deuda, debido a la naturaleza altamente variable de sus ingresos (riesgo de quiebra).
9. **Crecimiento.** De acuerdo a Briozzo y Vigier (2005), las empresas con mayor crecimiento dentro de su sector generan menores fondos propios, debido a mayores necesidades de inversión. Sobre este particular, la teoría de la jerarquía financiera señala que existe una relación positiva entre crecimiento y endeudamiento. No obstante, al tomarse en cuenta las asimetrías de información entre gerentes/propietarios y prestatarios, se espera que la relación sea negativa, ya que hay mayor riesgo de cambios desfavorables (para los prestatarios) en el comportamiento de la inversión.
10. **Estructura del activo.** Hace referencia a la proporción de activos que puede ofrecer la empresa como colateral o garantía de cumplimiento de la deuda.  
Para Brigham y Houston (2005), “las empresas cuyo activo es *adecuado* como garantía de préstamo, tienden a endeudarse más”

(p.505), en otras palabras, se espera una relación positiva entre el endeudamiento y la singularidad de los activos, esto por la incidencia que tienen los costos de quiebra sobre la empresa. La pérdida de dinero en la liquidación depende de cuán específico son los activos. Si son muy específicos, serán más difícil de vender; sobre este aspecto Briozzo y Vigier (2005) destacan que las empresas que tienen mayor proporción de activos que tengan mercados de segunda mano, es decir que sean fácilmente liquidables, se endeudarán más que las empresas con mayor proporción de activos específicos e intangibles.

**11. Impuestos.** Los intereses son un gasto deducible y esto es muy importante para las empresas que pagan altas tasas tributarias. Por tanto, para Brigham y Houston (2005), “cuanto mayor sea su tasa tributaria, más ventajas les ofrecerá el endeudamiento” (p.505). Por su parte Céspedes et al (2008) explican, que la relación entre tasa impositiva y endeudamiento dependerá del enfoque teórico bajo el cual se analice. Una relación positiva, es consistente con lo expuesto en la teoría del equilibrio, mientras que una negativa, se acercará más a lo propuesto por el enfoque teórico de la jerarquía financiera.

**12. Mercados financieros.** El grado de desarrollo de los mercados financieros donde opera la empresa suele ser un factor muy importante en la determinación de la estructura financiera. Para Manuelito y Jiménez (2010), los mercados de capitales y de deuda son componentes de suma importancia dentro del sistema financiero y juegan un rol clave en el crecimiento económico de un país.

En los países desarrollados, los mercados financieros ofrecen un potencial clave para el financiamiento de la inversión; un bajo grado de desarrollo del mercado de capitales restringe las posibilidades de financiar proyectos de largo plazo, por lo que la inversión estará sujeta a la disponibilidad de recursos internos de las empresas y de crédito bancario. Si bien este último juega un rol importante, no se ajusta bien

a la naturaleza (a veces variable) de los proyectos de inversión, dado que el valor de un crédito bancario en la gran mayoría de los casos es fijo una vez que es contratado, esto eleva las probabilidades de quiebra en comparación con el financiamiento de capital vía la emisión de acciones u obligaciones de renta variable. A la vez, dado que usualmente el plazo del crédito bancario es inferior al del proyecto de inversión, los inversionistas incurren además en el riesgo de renovación del crédito, lo que supone adicionarles incertidumbre, especialmente en contextos económicos inestables. Por ello el crédito bancario no suele ser la única forma de financiar inversiones de largo plazo y no es un instrumento adecuado para proyectos innovadores cuyo riesgo suele ser mayor. En contraste, los mercados accionarios ofrecen recursos de capital, de largo plazo y valor variable, por lo que se ajustan mejor a la naturaleza de los proyectos de inversión y reducen las probabilidades de quiebra.

**13. Actitudes de los prestamistas.** El diseño de la estructura financiera se encuentra influenciado por la actitud que tengan los prestamistas, ya sea para la empresa en especial, como por la apreciación de conjunto que ellos tengan sobre un sector, o la postura crediticia general del mercado al que acude la empresa.

**14. Pérdida del control de la empresa.** Se acentúa más en las empresas familiares (sin importar su tamaño), según Mishra y McConaughy (citado en Briozzo y Vigier, 2006), los fundadores-gerentes de las empresas familiares tienen mayor aversión por la pérdida de control de su empresa, por cuanto tienen la mayor parte (o toda) su fortuna y su capital humano (años de trabajo) invertidos en la empresa, sin posibilidades de diversificar. Por lo tanto, como el gerente-propietario enfrenta mayores costos si pierde el control de su empresa, se espera un menor endeudamiento.

**15. La decisión entre el corto y largo plazo.** La determinación de la mezcla de deudas de corto plazo y largo plazo, dentro de la estructura financiera, es una de las decisiones más importantes en el tema. Brealey y Myers (citado en Briozzo y Vigier, 2005) proponen la *decisión de duración con relación a la correspondencia de duración de los activos y pasivos de la empresa*, a fin de minimizar el riesgo de futuras variaciones en las tasas de interés. Esto significa que si una empresa busca una concordancia perfecta, debería procurar financiar su activo corriente temporal con pasivos operativo y financiero a corto plazo, y el resto de los activos con pasivo a largo plazo.

**16. Flexibilidad financiera de la empresa.** Las empresas están sujetas al cambio constante del entorno que las rodea, condición que lleva a la continua adaptación para la supervivencia. Desde el punto de vista operativo, esto equivale a conservar una capacidad adecuada de reserva de obtención de préstamos.

[www.bdigital.ula.ve](http://www.bdigital.ula.ve)

Una vez destacada la importancia de las decisiones de financiamiento y su incidencia en el diseño de la estructura de financiamiento y capital, resulta importante describir las distintas alternativas de financiamiento a las que tienen o pueden tener acceso los establecimientos de alojamiento turísticos.

En el marco de esta exposición el siguiente apartado estará dedicado a describir cuales son las distintas formas como se financian las empresas, diferenciándose entre recursos propios, donde el autofinanciamiento ocupa un lugar importante, y recursos ajenos, distinguiéndose entre deudas a largo y corto plazo.

### ***Alternativas de Financiamiento***

De acuerdo a la clasificación de Loring (2004), los recursos financieros con los que la empresa puede cubrir sus necesidades de fondos pueden ser



agrupados, según su temporalidad, en dos grandes grupos: largo plazo y corto plazo.

### ***Recursos financieros a largo plazo***

Los recursos financieros a largo plazo, pueden ser clasificados en función de su procedencia o titularidad, distinguiéndose así entre recursos propios y recursos ajenos.

**1. Recursos propios.** Según Parra y Calero (2006), es la alternativa de financiamiento que por no tener vencimiento, resulta ser la más estable dentro de la empresa. Pero al mismo tiempo la más riesgosa, debido a que en caso de quiebra, los socios o accionistas son los últimos en percibir el valor de liquidación de la empresa.

Por recursos propios se identifican: el capital y el autofinanciamiento. Sobre este particular se señala lo siguiente:

[www.bdigital.ula.ve](http://www.bdigital.ula.ve)

**a) Capital.** Está formado por las aportaciones iniciales (dineraria o no dineraria) de los socios al constituirse la sociedad, así como las sucesivas ampliaciones que del mismo se haga, en caso de que la sociedad así lo considere.

**Ampliación de capital.** De acuerdo a Loring (2004) se trata de una operación que consiste en aumentar los fondos propios de la sociedad, bien sea para cubrir el nivel mínimo legal del capital o financiar la expansión de la empresa. Dentro de las modalidades de ampliación de capital el autor menciona:

- **Ampliación de capital por nuevas aportaciones.** Esas aportaciones, al igual que en el momento de la fundación de la sociedad, pueden ser dinerarias o no dinerarias, activos reales y financieros.
- **Ampliación de capital por compensación de créditos.** Implica la ampliación de capital emitiendo nuevas acciones que servirán de pago

a las deudas contraídas por la empresa con anterioridad, de forma que disminuye el endeudamiento y aumentan los fondos propios sin que haya variación en la cuantía del financiamiento.

- **Ampliación de capital por transformación de reservas o beneficios.** Este tipo de ampliaciones da lugar a la emisión de acciones o el aumento del nominal de las acciones sin desembolso alguno para el accionista. Cabe destacar que el aumento del capital con cargo a reservas consolida las garantías de la sociedad ante sus acreedores, dado que el capital no se puede distribuir en forma de dividendos.

**b) Autofinanciamiento.** Se denomina autofinanciamiento a los recursos financieros generados por la empresa a través de su actividad. Sobre la importancia de esta forma de financiamiento, Loring (2004) destaca que el autofinanciamiento resulta determinante en el caso de crecimiento o expansión de una empresa, y particularmente en el caso de las pequeñas y medianas empresas que encuentran, en los primeros años de vida, mayor dificultad para acceder al financiamiento bancario.

Dentro del autofinanciamiento destacan las reservas, la amortización y las provisiones.

**Reservas.** Para Parra y Calero (2006) las reservas son recursos financieros generados como consecuencia de la retención de beneficios, los cuales se obtienen del resultado que han proporcionado las operaciones realizadas por la empresa durante el desarrollo de su actividad.

**Amortización.** Se trata de una operación contable mediante la cual se va reduciendo algún elemento del activo fijo como consecuencia del desgaste sufrido en la actividad productiva de la empresa a lo largo del tiempo (Diccionario de Contabilidad y Finanzas, 2002). Desde el punto de vista financiero, la amortización se concibe como una fuente de recursos. Es fuente de recursos porque figura en la cuenta de resultados como un gasto,

pero no provoca movimientos en tesorería. Desde este punto de vista, la finalidad de la amortización es acumular disponibilidades líquidas suficientes para renovar el activo fijo al término de su vida productiva (Loring, 2004).

Los fondos generados por la amortización pueden ir destinados a mantener o incrementar el activo de la empresa,

**Provisiones.** De acuerdo al Diccionario de Contabilidad y Finanzas (2002) las provisiones son fondos que la empresa destina para hacer la cobertura de gastos o pérdidas que, por diversos motivos, de una forma cierta o eventual se pudiesen producir en el futuro. Asimismo, las provisiones cubren las correcciones de valor que se efectúan en el inmovilizado cuando éstas provienen de depreciaciones que tienen carácter de reversibles o los gastos futuros cuya cuantía exacta no es conocida en la actualidad.

Del mismo modo, Loring (2004) agrega que las provisiones, tanto de activo como de pasivo, tienen el mismo efecto financiero que la amortización, es decir, son origen de fondos para la empresa. En el caso de las provisiones de pasivo (*provisiones para riesgos y gastos*) constituyen más un recurso ajeno que propio, en la medida que vienen a prevenir obligaciones de desembolsos a realizar por la sociedad en un futuro.

**2. Recursos ajenos.** Incluye los fondos prestados por terceras personas no vinculadas directamente a la empresa, distinguiéndose entre financiamiento bancario y no bancario. Dada la importancia de estas dos fuentes de financiamiento, para las empresas, seguidamente se presenta una breve reseña de ambas.

#### **a) Financiamiento bancario a largo plazo**

**Préstamo.** Se trata de la cesión de fondos por parte de la entidad financiera al prestatario (empresa), en la cual éste último se compromete al reintegro de los fondos en la forma y fechas señaladas, además de los

intereses por el tiempo y cantidad cedida. Normalmente, esta alternativa de financiamiento tiene como finalidad la adquisición de activos inmovilizados que generen flujos de caja sincronizados con los plazos estipulados para la devolución del principal y de los intereses.

**Clases de préstamos.** Loring (2004) clasifica los préstamos atendiendo al tipo de garantía que solicita la entidad financiera, en consecuencia se puede distinguir entre préstamos con garantía personal y con garantía real.

- **Préstamo con garantía personal.** Es aquella deuda que se asegura con el patrimonio global de la empresa que solicita los fondos, o a través de terceras personas que avalan con su patrimonio personal de forma subsidiaria o solidaria.
- **Préstamo con garantía real.** Es la deuda que se respalda a través de un bien mueble o inmueble concreto. Las garantías pueden ser de prenda o hipoteca. La *prenda*, se establece sobre bienes muebles, y la operación por la que se constituye la prenda se la denomina pignoración. La *hipoteca* establece un bien inmueble como garantía del cumplimiento. En caso de incumplimiento, la entidad financiera vende en subasta el bien inmueble, cobra la deuda y los intereses devengados, el resto es entregado al deudor.

**Arrendamiento.** También conocido como leasing. De acuerdo al Diccionario de Contabilidad y Finanzas (2002), el arrendamiento financiero es un contrato por el cual las empresas toman ciertos bienes en arrendamiento de otras y pagan una cuota periódica durante un tiempo acordado.

Según Parra y Calero (2006), en las operaciones de leasing intervienen tres actores:

- Una *empresa cliente* (arrendatario) que necesita disponer de un elemento del activo fijo.

- Una *institución financiera* que financia la adquisición del activo.
- Un *fabricante o proveedor* del activo.

Respecto al tipo de *empresas arrendadoras*, éstas pueden ser: (a) fabricantes, distribuidores e importadores de bienes -en cuyo caso, realizan operaciones denominadas *leasing operativo*- y (b) entidades que sólo financian la compra del bien –los cuales realizan operaciones de *leasing financiero*.

En el arrendamiento, cuando finaliza el plazo estipulado en el contrato, la *empresa cliente* dispone de tres opciones:

1. Adquirir el bien por su valor residual.
2. Renovar el contrato leasing.
3. Devolver el bien a la empresa arrendadora.

**Renting.** Para Parra y Calero (2006), se trata de un contrato bilateral por el que una de las partes (la sociedad de renting) se obliga a ceder a otra, el arrendamiento o uso de un bien por un tiempo determinado, a cambio del pago de una renta periódica. El pago de la renta incluye el derecho al uso del equipo, el mantenimiento del mismo y un seguro que cubre los posibles siniestros del equipo.

En los contratos de renting, a diferencia del arrendamiento, *no figura* la opción de compra al final del período de contrato. Sin embargo, si el cliente lo desea, puede optar por pagar el valor real del bien (Loring, 2004). La diferencia entre el renting y el arrendamiento radica, en que en el renting, el cliente se inclina más por la funcionalidad que le puede proporcionar el bien -en un momento determinado- que por la inversión del mismo; mientras que en el contrato de arrendamiento, éste se enfoca más en la posesión del bien (inversión); es por ello que el contrato refleja desde el inicio la opción de compra al final del período.

## ***b) Financiamiento ajeno no bancario a largo plazo***

**Emisión de obligaciones y bonos.** Parra y Calero (2006) describen la emisión de obligaciones y bonos como un procedimiento mediante el cual las empresas consiguen financiamiento a través de la emisión de títulos de renta fija, cuando no encuentran en las entidades bancarias la cuantía de capitales que necesitan, en las condiciones financieras requeridas (tipos de interés y plazo). Bajo estas condiciones, las empresas pueden recibir fondos dividiendo la cuantía de capital que desean en pequeños títulos y colocarlos entre un gran número inversionistas.

En la emisión, la empresa independientemente de sus resultados, se compromete al pago periódico de una renta, además de la devolución del principal tomado en préstamo, en una fecha dada.

Se puede distinguir entre emisión de obligaciones y bonos. Al respecto Loring (2004) indica que los *bonos* son títulos-valores negociables con un plazo de vigencia entre 2 y 5 años, mientras que las *obligaciones* se emiten con vencimiento superior a 5 años.

Para Haime (2004), Las obligaciones pueden ser de tres tipos:

- **Quirografarias.** Son aquellas obligaciones que están garantizadas por la solvencia de la empresa emisora; es decir, no se da garantía alguna específica que respalde la amortización de estos títulos, sino que es la empresa por sí misma quien garantiza la emisión.
- **Hipotecarias.** Las obligaciones hipotecarias, a diferencia de las obligaciones quirografarias, designan bienes inmuebles que quedan gravados en garantía de las obligaciones emitidas. En caso de que la empresa emisora por sí misma no pueda amortizar los títulos a su vencimiento, se hace efectiva la garantía hipotecaria para la total liquidación de los títulos. Generalmente se exige en estos casos que la garantía esté entre 1.25 y 1.50 veces el valor del crédito.

- **Convertibles en acciones.** Son obligaciones que desde su emisión se pacta su posible convertibilidad en acciones de la empresa emisora en un plazo preestablecido. Desde su emisión y hasta antes de su conversión a acciones, tienen el mismo tratamiento que las obligaciones quirografarias o hipotecarias, según se trate, considerando que su convertibilidad es optativa para el obligacionista. Cada emisión de obligaciones puede establecer las reglas de conversión de la misma a acciones, razón por la que puede haber tantas variantes de obligaciones convertibles a acciones como esquemas diseñados por la empresa emisora.

**Titulización con garantías de activos.** Se trata de una operación mediante la cual una serie de activos no negociables son transformados en títulos negociables que se colocan en el mercado financiero. El objetivo que se persigue con dicha operación: “es la negociación de títulos... cuyos pagos de intereses y amortización estén garantizados y provengan de los ingresos generados por los activos titulizados” (Loring, 2004, p.143). Para el logro de dicho objetivo, se espera que los flujos de caja que generen los activos titulizados sean estables y homogéneos en términos de riesgo económico.

Los activos que habitualmente se titulizan son las hipotecas, agrupaciones de bonos o créditos, y los préstamos personales.

**Project finance.** Se trata de un sistema bajo el cual los flujos de fondos y los activos de un proyecto de inversión son la garantía al pago del financiamiento ajeno.

De acuerdo a Loring (2004), esta forma de financiamiento constituye un modelo adecuado cuando la dimensión de los proyectos supera la capacidad financiera de la sociedad promotora por tratarse de inversiones elevadas con períodos de recuperación largos.

### ***c) Otras alternativas de financiamiento a largo plazo***

**Subvenciones.** Son ayudas financieras otorgadas por el Estado con el objeto de facilitar la creación de nuevas empresas y favorecer la modernización y competitividad del sector productivo (Parra y Calero, 2006).

Desde el punto de vista contable, Loring (2004) distingue entre:

- **Subvenciones a la explotación.** Son recursos financieros dirigidos a garantizar una rentabilidad mínima o compensar el déficit de explotación de la empresa. Estas subvenciones se consideran *ingresos de explotación* en el ejercicio en que se recibe sin que deban figurar en el pasivo del balance general.
- **Subvenciones de capital.** Dirigidas al financiamiento de un activo, normalmente son a fondo perdido y de proyección plurianual. Contablemente figuran en el pasivo del balance general y se imputan a beneficios como un ingreso del ejercicio en proporción a la depreciación sufrida por el activo que se financian.

Las subvenciones no generan costos financieros, por cuanto no supone una obligación retributiva. No obstante, sí se originan gastos asociados a la búsqueda de la subvención, tales como la redacción del proyecto de solicitud y los honorarios profesionales de las personas a cargo de la gestión de la subvención.

**Capital riesgo.** El Diccionario de Contabilidad y Finanzas (2002) lo define como aquel “capital que se destina a inversiones a largo plazo en sociedades o empresas, que por su crecimiento o características del sector donde operan, son denominadas de alto riesgo” (p.33).

### ***Recursos financieros a corto plazo***

También conocidos como financiamiento circulante, pasivo circulante, pasivo corriente, exigible a corto plazo, pasivo a corto plazo o acreedores a



corto plazo. Sobre esta modalidad de financiamiento, Loring (2004) destaca que se trata de una alternativa de carácter netamente externa.

Los recursos financieros a corto plazo se dividen en dos categorías: financiamiento espontáneo y financiamiento negociado.

**1. Financiamiento espontáneo.** Es aquel que surge a la par con el desarrollo de las actividades de la empresa. Según Loring (2004) la cuantía de este financiamiento aumenta o disminuye en la misma proporción en que aumenta o disminuye la actividad de la empresa.

El financiamiento espontáneo más común, es el crédito comercial en sus distintas modalidades. Sobre este particular se señala lo siguiente:

**Crédito comercial.** Se denomina así al crédito a corto plazo que conceden los proveedores a las empresas para financiar sus compras (Diccionario de Contabilidad y Finanzas, 2002). Al respecto Parra y Calero (2006) agregan que es la alternativa de financiamiento más utilizada entre las empresas porque suele obtenerse de manera informal, teniendo normalmente un carácter automático al estar sustentada en una relación de confianza y conocimiento entre las partes.

**Modalidades del crédito comercial.**

- **Pago anticipado.** Son pagos que la empresa realiza por un bien o servicio, previo a la entrega de dicho bien o prestación efectiva del servicio. De acuerdo a Loring (2004) son formas de pago que usan frecuentemente los proveedores con clientes de alto riesgo o poco conocidos.
- **Términos ordinarios.** En esta modalidad de crédito, el proveedor establece dos períodos de pago. Uno denominado *período de descuento*, el cual comprende el tiempo bajo el cual la empresa podrá disfrutar de una rebaja sobre el monto de la compra efectuada; y otro denominado *período de vencimiento*.

- **Facturación mensual.** Son facturas emitidas por compras efectuadas hasta el final del mes y que son pagadas en el transcurso del mes siguiente. Se usan en los negocios en los que es usual la emisión de varias órdenes de pedido dentro de un mismo mes.
- **Facturación estacional.** Es un proceso mediante el cual el proveedor establece una fecha que indica el final de la estación de ventas de la mercancía. En esta modalidad de crédito, el pago de todas las mercancías embarcadas antes de la fecha establecida debe realizarse en los siguientes 30 días. El pago puede incluir un *descuento por pronto pago*.
- **Facturación en cuenta abierta.** Según Loring (2004), es cuando la empresa compradora efectúa adquisiciones que paga en una fecha posterior. El momento exacto del desembolso y, por tanto, de conclusión de la transacción, depende de cómo y cuándo presente el proveedor su factura, y cómo responda el adquiriente a esa petición de pago.
- **Consignación.** En la consignación, el proveedor retiene el título de propiedad de las mercancías hasta la venta efectiva de éstas por el cliente. Éste tiene un derecho de devolución sobre las mercancías no vendidas. Puesto que la propiedad de las mercancías no pasa a propiedad del distribuidor, no se origina ningún cambio en su balance, ni en existencias ni en proveedores. Las mercancías recibidas en consignación serán registradas en una cuenta de orden.

Una vez descrito en que consiste el financiamiento espontáneo y sus modalidades, a continuación se procede a explicar la segunda categoría de recursos financieros a corto plazo: *el financiamiento negociado*.

**2. Financiamiento negociado.** Es aquel que explícitamente exige un trato previo al financiamiento (cuantía, remuneración, entre otros) y se

formaliza a través de un contrato entre el prestamista y el prestatario. La elección de estas modalidades estará en función de las circunstancias del mercado financiero y de las prácticas usuales de la competencia.

Dentro del financiamiento negociado destacan el financiamiento negociado bancario, el negociado no bancario y el financiamiento no formal.

#### **a) *Financiamiento negociado bancario***

**Crédito bancario a corto plazo.** Loring (2004) lo define como una operación en virtud de la cual el banco, a la vista de la confianza que le merece el solicitante, concede a éste el poder de disposición de fondos con la condición de la devolución del principal más los intereses pactados dentro de un plazo máximo fijado con anterioridad.

La concesión del crédito bancario y sus condiciones dependen de la solvencia de la empresa solicitante, es por ello que la entidad financiera en aras de minimizar el riesgo, exige entre las empresas poco solventes, garantías complementarias en forma de aval o garantías reales. Dentro de las modalidades de créditos bancarios a corto plazo se distinguen: el descubierto en cuenta corriente y la póliza de crédito o apertura de una línea de crédito.

- **Descubierto en cuenta corriente.** Se entiende por descubierto como aquel anticipo de fondos o crédito que da el banco a su cliente para cubrir los déficit momentáneos de tesorería (Diccionario de Contabilidad y Finanzas, 2002). Es la cantidad que adeuda el cliente al banco por el hecho de haber retirado fondos por un monto superior a lo que tienen disponible en la cuenta (Contreras de Ussher, 2005). La cantidad a cobrar por el descubierto se fija en función del mayor saldo de descubierto o exceso contable que la cuenta haya tenido durante el período de liquidación de intereses.

- **Póliza de crédito o apertura de una línea de crédito.** Según Parra y Calero (2006), consiste en la firma de un contrato mediante el cual el banco abre una cuenta corriente a favor de la empresa solicitante, con la finalidad de que disponga de las cantidades depositadas hasta cierto límite. En un crédito de estas características, la empresa sólo pagará intereses por las cantidades que haya dispuesto y no por el límite total que se le haya concedido; sin embargo, existen otros gastos en concepto de comisiones por cantidades no dispuestas, apertura de crédito y otras intervenciones.

**Descuento comercial.** Para Loring (2004), el descuento comercial es aquella operación a través de la cual el banco pone a disposición de su cliente el importe de un efecto comercial (letra de cambio) antes de su vencimiento. El monto que el banco fija como límite del descuento, está en función de la fiabilidad de las letras, el riesgo y garantía de la empresa que las presenta al descuento.

Es importante destacar que cuando una letra de cambio es llevada para su respectivo descuento, el banco no compra la letra, por lo que el riesgo de que su pago no sea atendido sigue correspondiendo a la empresa, de forma que, si el cliente no paga, el banco devolverá la letra y le cargará el importe en su cuenta, más el importe por los gastos de impago (Parra y Calero, 2006).

**Financiamiento de exportaciones.** Son operaciones mediante las cuales se anticipan a las empresas exportadoras el importe de las exportaciones que realizan, y cuyo cobro en el exterior se realiza a través de la entidad financiera que adelanta los fondos.

Dentro de las modalidades de financiamiento de exportaciones, las entidades financieras conceden operaciones de prefinanciamiento y operaciones de financiamiento. Al respecto Loring (2004) explica como:

- **Operaciones de prefinanciamiento.** Son aquellas operaciones donde la entidad financiera concede financiamiento al exportador para la compra de materias y fabricación del bien que va a exportar. Dicho crédito es amortizado en el momento en el que el exportador cobra la venta del bien.
- **Operaciones de financiación.** Suponen el adelanto, por parte de la entidad financiera, del importe de la venta realizada, antes de que se produzca el pago definitivo por parte del cliente extranjero.

### ***b) Financiamiento negociado no bancario***

**Factoring.** Es una operación comercial que consiste en la cesión de créditos comerciales a corto plazo por la empresa a un intermediario (empresa factor) para que realice servicios financieros-administrativos de gestión y de cobertura de riesgos en relación con el crédito comercial.

De acuerdo a Loring (2004), existen dos tipos de factoring: (a) aquel en el que la empresa factor se hace cargo del riesgo por insolvencia del cliente y no puede actuar contra la empresa cedente del crédito -*factoring sin recursos*- y (b) aquel en el que la empresa factor no asume el riesgo de impago del cliente y puede proceder contra la empresa cedente del crédito – *factoring con recursos*.

**Pignoración de cuentas por cobrar y de inventarios.** La pignoración -en líneas generales- es la operación financiera por medio de la cual se concede un préstamo a cambio de una prenda. Esta forma de financiación se utiliza generalmente para el pago de una deuda a corto plazo. Dentro de esta categoría destacan la pignoración de cuentas por cobrar y de inventarios.

- *La pignoración de cuentas por cobrar.* Es la cesión de las cuentas por cobrar como garantía colateral de un préstamo; se distingue por el

hecho de que el prestamista no solamente tiene derechos sobre las cuentas por cobrar, sino que también tiene el recurso legal hacia el prestatario. Normalmente, dependiendo de la calidad, los prestatarios anticipan entre 50% y 80% del valor nominal de las cuentas por cobrar.

De acuerdo a Van Horne y Wachowicz (2002), los préstamos garantizados con cuentas por cobrar se pueden hacer *con* o *sin notificación*. En los *contratos sin notificación*, a los clientes de la empresa no se les informa que sus cuentas han sido pignoradas con el prestamista. Cuando la empresa prestataria recibe un pago en una cuenta, lo transfiere, junto con otros pagos, al prestamista. Este último los revisa contra su registro de cuentas pendientes y reduce la suma adeudada. En el caso de los contratos sin notificación, el prestamista debe tomar sus precauciones para asegurarse de que el prestatario no retenga el pago. Cuando se trata de un *contrato con notificación*, el cliente de la empresa es notificado de la asignación y las remesas se envían directamente al prestamista.

- *La pignoración de inventarios*. El inventario de materias primas y productos terminados es un activo razonablemente líquido y, por lo tanto, sirve como garantía para préstamos a corto plazo. En la pignoración de inventarios, el prestamista determina el porcentaje que desea anticipar en función de la comerciabilidad, durabilidad, estabilidad del precio de mercado y dificultad y gastos de venta del inventario.

***Emisión de papeles comerciales***. Para Contreras de Ussher (2005), el papel comercial trata de un pagaré a corto plazo, el cual es emitido por las empresas que tienen una solvencia de crédito elevada para disponer de fondos a corto plazo. Por su parte Linares (2013), añade que éste puede ser destinado a la oferta pública y emitido al portador o en forma nominativa.

Los papeles comerciales tienen una validez que oscila entre 15 días y un año; pueden ser colocados a su *valor par* -cuando se cotiza igual al valor nominal- *a descuento* -el precio es menor a 100%- *o con prima* -se cotiza por encima del 100%.

La emisión de papeles comerciales, es una modalidad de financiamiento que sirve para cubrir déficits transitorios de tesorería, así como también de complemento de los préstamos bancarios o para sustituir créditos bancarios existentes u otros pasivos financieros. Es común que se utilicen para financiar la adquisición de bienes de capital y financiamiento de proyectos a largo plazo.

### **c) Financiamiento no formal**

Esta modalidad de financiamiento nace de las limitaciones e imperfecciones del sistema financiero formal. Entre las formas de financiamiento no formal más comunes, Alvarado, Portocarrero, Trivelli, González, Galarza y Venero (2001) mencionan:

**Familiares, amigos o vecinos.** Son préstamos realizados entre los integrantes de una red social, entre los cuales existe un amplio conocimiento. Esto convierte al crédito en una especie de seguro recíproco frente a contingencias, donde un prestatario en un futuro se puede convertir en prestamistas y viceversa.

**Prestamistas.** Se asocian generalmente con los préstamos informales, aun cuando su cobertura por lo general es muy reducida. Este tipo de créditos se caracteriza por una alta tasa de interés y muchas veces es otorgado contra la prenda de algún bien.

**Comerciantes.** Para Alvarado et al (2001), representan quizá una de las fuentes más extendidas de los créditos informales. Entre ellos destacan las tiendas o bodegas locales, los compradores de productos finales y los

proveedores de insumos. Estos préstamos se dan, con mayor frecuencia, bajo la modalidad de contratos interrelacionados.

**Asociaciones de ahorro y crédito.** Son mecanismos que incluyen la movilización de ahorros y el otorgamiento de créditos. En esta modalidad, dentro de un grupo en el cual el nivel de conocimiento y/o las relaciones sociales suelen ser muy fuertes, se acuerda ahorrar una cierta cantidad de dinero en un plazo dado, luego del cual el dinero es prestado a uno de los integrantes. El ciclo termina cuando todos los miembros reciben el crédito.

Cada uno de los recursos financieros empleados en las empresas, incluyendo los recursos propios tienen asociado un costo, el cual se denomina: *costo financiero* o *costo de capital*. Conocer cuál es el valor de la tasa que pagan las empresas por el uso de la financiación -tal como se señaló al principio del Capítulo II- resulta una información valiosa, por cuanto ofrece las bases sobre las cuales se puede crecer y competir dentro del mercado. Es por ello, que a continuación se procederá a explicar en qué consiste el costo de capital de los distintos recursos financieros y cuáles son sus métodos de cálculo.

### **Costo de Capital**

Las decisiones más importantes en los negocios, según Ehrhardt y Brigham (citados en Moscoso y Sepúlveda, 2014), requieren *capital*. En consecuencia, este factor de producción -al igual que cualquier otro- tiene un costo asociado. Ehrhardt y Brigham (citados en Moscoso y Sepúlveda, 2014) plantean que cuando las personas deciden invertir en una empresa, ellas esperan que sus recursos generen un rendimiento, el cual visto desde la perspectiva de la empresa, representa el costo de utilizar dichos recursos; éste se conoce como: costo de capital.



Para Coss Bu (1986), existen un gran número de definiciones -todas ellas equivalentes- sobre lo que *és el costo de capital*. Entre ellas se mencionan:

- Tasa de rendimiento que la empresa paga a los inversionistas y acreedores por usar diferentes formas de fondo de capital (Besley y Brigham, 2009).
- Costo ponderado de las diferentes fuentes de financiación.
- Tasa de interés que iguala el valor presente de los flujos netos recibidos por la empresa, con el valor presente de los desembolsos esperados.
- Límite inferior de la tasa interna de retorno que un proyecto debe rendir para que se justifique el empleo del capital.

En este orden de ideas Dumrauf (citado en Moscoso y Sepúlveda, 2014), señala que el costo de capital:

...representa el costo de oportunidad de otras alternativas de inversión con riesgo similar, así como el costo de los recursos con que la empresa se financia, éstos pueden ser por medio de recursos propios o de terceros, los cuales tienen riesgos y tratamientos fiscales diferentes. En este escenario, el trabajo del analista financiero consiste en ajustar las proporciones de patrimonio y deuda, con el fin de minimizar el costo de capital que tienen que ver con las decisiones sobre la estructura financiera y de capital de la organización. (p.10)

Las definiciones planteadas, según Moscoso y Sepúlveda (2014), establecen el costo de capital como un valor cuantitativo que busca expresar de forma fácil y concreta el costo de los recursos invertidos en la empresa, y sirve a los accionistas y grupos de interés en la empresa como indicador para la toma de decisiones de inversión.

En la práctica, para Ehrhardt y Brigham (citado en Moscoso y Sepúlveda, 2014, p.12), el cómputo del costo de capital presenta ciertas limitantes, entre ellas destacan:

- Limitación en el acceso de la información. En especial en las empresas que no transan sus acciones en bolsa.
- Empresas pequeñas de propiedad privada.
- Dificultades prácticas para calcular algunos componentes de los modelos de estimación del costo de capital, sobre todo en países con mercados de capitales emergentes.
- Costos de capital con proyectos de riesgo diferente.
- Determinación de la estructura financiera y de capital óptima.

Dentro de las funciones que el costo de capital cumple, están:

- **Mantener el nivel del costo promedio ponderado.** Cada recurso financiero empleado por la empresa, tiene su propio costo. El costo promedio ponderado es un dato fundamental para valorar si una operación concreta de captación de fondos es costosa. Sobre este particular Loring (2004) explica que si el costo individual de la fuente es superior al costo promedio ponderado, lo hará subir y será caro. De lo contrario, si es inferior, éste lo hará bajar y será barato.
- **Servir como criterio de selección de inversiones.** Igualmente el costo de capital sirve para decidir sobre la viabilidad de un proyecto de inversión. De acuerdo a Loring (2004), en toda hipótesis “la rentabilidad de un proyecto de inversión debe ser superior al costo de capital de aquellos recursos con los que ha sido financiado” (p.116). Dado que las fuentes de financiamiento son limitadas y el financiamiento de un proyecto puede impedir que queden fondos disponibles para invertir en otros proyectos, es conveniente que la administración considere no solamente una rentabilidad superior al costo de capital de los fondos invertidos, sino además una rentabilidad superior al costo promedio ponderado de la totalidad de los recursos.

### ***Costo Promedio Ponderado de Capital (CPPC o WACC)***

Las alternativas de financiamiento con las que cuenta una empresa pueden clasificarse básicamente en dos: capital propio y deuda (recursos ajenos bancarios y no bancarios). Para Dumrauf (citado en Moscoso y Sepúlveda, 2014), éstas alternativas constituyen las partidas que aparecen en el lado derecho del balance general y representan en su conjunto el *capital total* con que la empresa financia sus activos. No obstante, cada alternativa de financiamiento incorpora un costo específico, al tiempo que determina la manera cómo la empresa emplea una proporción diferente de cada una de ellas.

El costo promedio ponderado de capital (CPPC) o Weighted Average Cost of Capital (WACC) “es una media aritmética ponderada del costo de todas las fuentes de financiamiento” (Parra y Calero, 2006, p.381). Su cálculo se realiza sumando la ponderación del costo específico de cada forma de financiamiento por su proporción en la estructura de capital de la empresa (Gitman, 2000).

El costo promedio ponderado del capital se calcula de la siguiente manera:

$$k_0 = kd \left( \frac{D}{D+P} \right) + kp \left( \frac{P}{D+P} \right)$$

Donde:

- $k_0$  Costo promedio ponderado del capital ( $k_0 = \text{CPPC}$  o WACC)
- $kd$  Costo de los capitales ajenos o endeudamiento
- $kp$  Costo de los capitales propios, tanto del autofinanciamiento como de las acciones
- $D$  Total de deuda dentro de la estructura de capital
- $P$  Total patrimonio dentro de la estructura de capital
- $D+P$  Total deuda más patrimonio (estructura de capital)

La ecuación descrita, según Buzón (2010), deriva de un mundo sin impuestos o uno donde la proposición de Modigliani-Miller, de un mercado perfecto, se cumple. Una vez se tiene en cuenta los efectos que los impuestos producen en el costo de capital, la fórmula debe ajustarse de manera consistente con su aplicación. En ese sentido, el costo promedio ponderado del capital se determina de la siguiente forma:

$$k_0 = k_i \left( \frac{D}{D+P} \right) + k_p \left( \frac{P}{D+P} \right)$$

Donde:

$k_i$  Costo efectivo de los capitales ajenos o endeudamiento después de los impuestos

En el caso de las micro, pequeñas y medianas empresas (mipymes), Chagolla (2010) plantea incorporar el componente de financiamiento a corto plazo dentro del modelo clásico de cálculo del costo promedio ponderado de capital (CPPC); la razón de ello es que se tratan de organizaciones que en su mayoría no tienen acceso a financiamiento distinto a los otorgados por sus propios proveedores o, a los otorgados por las instituciones bancarias, en el mejor de los casos.

En ese orden de ideas, el costo de capital es una herramienta que se vincula de forma integral con el tipo de financiamiento que la empresa haga en términos de tiempo y espacio, es decir, aquel financiamiento asociado al corto y largo plazo.

Una vez definido en que consiste el costo de capital y el costo promedio ponderado, se procede a continuación a explicar el costo de capital de las distintas alternativas a las que puede acceder las empresas: recursos ajenos (bancarios y no bancarios), acciones comunes, autofinanciamiento (utilidades retenidas) y recursos financieros a corto plazo.

## **Costo de Capital de los Recursos Ajenos**

Se define, según Parra y Calero (2006), como la tasa de descuento que iguala en el presente, el valor monetario del recurso financiero recibido, con el de las salidas de fondos destinados a la devolución del capital e intereses en el período de tiempo estipulado para su devolución (Parra y Calero, 2006).

### **Componentes del costo de capital de los recursos ajenos**

**Flujo de entrada.** Equivale al nominal de la deuda en el momento actual ( $t=0$ ). En los flujos de entrada se considera los *fondos netos recibidos*, es decir el nominal menos gastos de formalización de la deuda y/o prima de emisión (Loring, 2004).

- **Gastos de formalización de la deuda.** Incluye comisiones, publicidad y cualquier otro gasto asociado a la formalización de la deuda. Se deducen del nominal de la deuda en el momento de la emisión ( $t=0$ ).
- **Prima de emisión.** Es la diferencia entre el precio de la emisión del título-valor y el valor nominal del mismo. Contablemente, son gastos financieros diferidos junto con la prima de reembolso.

**Flujos de salida.** Los flujos de salida a lo largo de la vida del financiamiento, son:

- **Intereses.** Tanto por ciento del nominal, que se paga al final de cada período.
- **Devolución del principal.** Según las condiciones de la emisión puede producirse al final de la vida del financiamiento, o bien de forma escalonada durante la vida del mismo. En el caso de los títulos-valor, el monto del reembolso puede ser simplemente por el nominal o con

una prima de reembolso. Esta prima, junto con la de emisión, constituye los gastos financieros diferidos.

**Ahorro fiscal.** Para Loring (2004) toda partida que constituye un gasto para la empresa, reduce la base imponible sobre la que se calculan los impuestos, reduciendo en este sentido la cuota fiscal a pagar.

Generan un ahorro fiscal, las siguientes partidas:

- **Intereses explícitos.** Son los intereses que se pagan al acreedor. Son calculados sobre el nominal de la deuda y constituyen un gasto en el momento de devengo.
- **Intereses implícitos (primas de emisión y reembolso).** Las primas de emisión y reembolso constituyen gastos financieros diferidos que se amortizan durante la vida del título-valor.
- **Gastos de formalización y comisiones.** Si se considera un gasto del mismo ejercicio en que se produce el pago (normalmente en la emisión), devengarán un ahorro fiscal único. En el caso de que se activen y se vayan amortizando posteriormente, devengarán una corriente de ahorro fiscal a lo largo de los distintos ejercicios en que tenga lugar la amortización.

### **Modelo para el cálculo del costo de capital de los recursos ajenos**

La tasa de descuento o costo de capital de los recursos ajenos ( $kd$ ) se determina a partir del siguiente modelo:

$$F_0 = \sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+kd)^t}$$

Donde:

$F_0$  Monto total neto de los fondos recibidos por la empresa en el momento presente

- F<sub>t</sub> Flujos netos de fondos al final del período [t], para reembolso del principal e intereses
- k<sub>d</sub> Costo del recurso financiero ajeno
- n Último período de vigencia del recurso financiero ajeno
- t Cada período subsecuente

Al tenerse en cuenta el aspecto del ahorro fiscal (1 – T), el costo de capital es equivalente a:

$$k_t = k_d * (1 - T)$$

Donde:

- k<sub>t</sub> Costo de la deuda que contempla el efecto del impuesto
- k<sub>d</sub> Costo del recurso financiero ajeno
- T Tasa impositiva marginal de la empresa

En cuanto al pago por el uso de los recursos ajenos, la empresa puede encontrarse bajo dos situaciones; una en la que el pago del principal de la deuda se realice al vencimiento de la misma y otra, en la que las amortizaciones del principal se realicen en forma periódica. Para estos casos, tomando como referencia el *modelo de cálculo de costo de capital de los recursos ajenos* descrito anteriormente, se presentan a continuación los siguientes modelos para cada caso:

**Caso 1: Deuda con pago del principal al vencimiento**

$$F_0 = \sum_{t=1}^n \frac{Int(1-T)}{(1+k_d)^t} + \frac{Pn}{(1+k_d)^n}$$

Donde:

- F<sub>0</sub> Monto total neto de los fondos recibidos por la empresa en el momento presente
- Int Monto de los intereses periódicos
- T Tasa impositiva marginal de la empresa
- P<sub>n</sub> Pago del principal de la deuda al vencimiento

- kd Costo del recurso financiero ajeno
- t Cada período subsecuente
- n Último período de vigencia del recurso financiero ajeno

**Caso2: Deuda con amortizaciones periódicas de capital**

$$F_0 = \sum_{t=1}^n \frac{Int(1-T) + Pt}{(1+kd)^t}$$

Donde:

- F<sub>0</sub> Monto total neto de los fondos recibidos por la empresa en el momento presente
- Int Monto de los intereses periódicos
- T Tasa impositiva marginal de la empresa
- Pt Amortizaciones periódicas de la deuda
- kd Costo del recurso financiero ajeno
- t Cada período subsecuente
- n Último período de vigencia del recurso financiero ajeno

[www.bdigital.ula.ve](http://www.bdigital.ula.ve)

**Costo de capital ajustado por inflación de los recursos ajenos.**

$$\bar{kd} = \frac{kd - i}{1 + i}$$

Donde:

- $\bar{kd}$  Costo efectivo de la deuda antes del impuesto y después de la inflación.
- kd Costo del recurso financiero ajeno
- i Tasa anual de inflación esperada

Si se incluye el efecto conjunto del impuesto y la inflación, el costo efectivo del financiamiento es igual a:

$$\bar{kd} = \frac{kt - i}{1 + i}$$

Donde:



- $\bar{k}d$  Costo efectivo de la deuda después de impuesto y después de la inflación.
- kt Costo de la deuda que contempla el efecto del impuesto
- i Tasa anual de inflación esperada

Una vez descrito en que consiste el costo de capital de los recursos ajenos y su modelo de cálculo, se procede a explicar en qué consiste el costo de capital de las acciones comunes.

### ***Costo de Capital de las Acciones Comunes***

El costo de capital de las acciones comunes ( $k_s$ ), para Moyer, McGuigan y Kretlow (2005), “es la tasa de rendimiento equilibrada que exigen quienes invierten en ellas” (p.386), es decir se trata de la tasa de rendimiento requerida por los accionistas comunes.

Según Coss Bu (1986), el costo de capital de las acciones comunes es uno de los más complejos de evaluar. Tal complejidad, se debe al hecho de que no se puede pronosticar con exactitud los dividendos que en el futuro la empresa pagaría a sus accionistas. No obstante, a pesar de esta dificultad, se han desarrollado algunos modelos que permiten conocer el valor del costo de capital de las acciones comunes. Entre estos se mencionan: el modelo de descuento de dividendos, el modelo de valuación de activos de capital (CAPM, del inglés capital-asset pricing model) y el modelo de costo antes de impuestos de la deuda más prima de riesgo. A continuación, se hace una breve reseña de cada uno.

#### ***Modelo de descuento de dividendos***

Considera el costo de capital como la tasa de descuento que iguala el valor presente de los dividendos esperados en el futuro por acción, con el

precio de la acción en el momento 0 (Van Horne y Wachowicz, 2002). De acuerdo a este modelo, el costo de capital (ks) se determina a través de la ecuación:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + ks)^t}$$

Donde:

P<sub>0</sub> Valor actual de la acción. Parra y Calero (2006) proponen que este valor puede ser estimado, bien sea, dividiendo el neto patrimonial de la empresa entre el número de acciones (valor teórico); o tomando el valor actual de cotización de la acción (valor fijado por el mercado), si la empresa cotiza en el mercado de valores. (p.377)

D<sub>t</sub> Dividendos esperados al final del año t.

No obstante, Parra y Calero (2006) hacen referencia a dos variantes del modelo planteado, en las cuales el costo de capital de las acciones comunes dependerá de si la decisión de repartir dividendos es creciente o constante. En este sentido, se plantea lo siguiente:

**Dividendos crecientes.** Pueden ser calculados a través de la aplicación del *modelo para la valuación del crecimiento constante*. Según Gitman (2000), este modelo tiene su basamento en el modelo de Gordon, el cual parte de la premisa ampliamente aceptada de que “el valor de la acción del capital social es igual al valor presente de todos los dividendos futuros (que se supone crecerán a una tasa constante), durante un período de tiempo indefinido” (p.365). Dicho modelo se describe a continuación:

$$P_f = \frac{D_1}{ks - g}$$

$$P_f = P_0 - f$$

$$g = \text{Beneficio retenido} / \text{Patrimonio neto}$$

Donde:

Pf	Valor de la acción común menos los gastos de emisión y colocación
D <sub>1</sub>	Dividendo esperado por acción al final del primer año
k <sub>s</sub>	Rendimiento requerido sobre las acciones comunes o costo de capital de las acciones comunes
g	Tasa de crecimiento de los dividendos
P <sub>0</sub>	Valor de la acción común al momento de la emisión
f	Gastos de emisión y colocación en términos porcentuales y después de ISLR

Si los gastos de emisión y colocación se expresan en bolívares, el escudo fiscal se calcula: f en bolívares por (1-T), es decir, f (1-T).

Al despejar k<sub>s</sub>, se obtiene la fórmula para calcular el costo del capital acciones comunes (k<sub>s</sub>):

$$k_s = \frac{D_1}{P_f} + g$$

En resumen, el costo del capital contable en acciones comunes se determina con la división del dividendo esperado al final del primer año entre el precio actual de las acciones más la tasa de crecimiento esperado. Como los dividendos de acciones comunes se pagan a partir del ingreso después de impuestos, no se requiere realizar el ajuste fiscal.

**Dividendos constantes.** Respecto al costo de capital cuando el monto de los dividendos se mantiene constante, el mismo se determina de la siguiente forma (Parra y Calero, 2006):

$$k_s = \frac{D}{P_f}$$

Donde:

k <sub>s</sub>	Costo de capital de las acciones comunes
----------------	--

- D Dividendo que se estima otorgar a los accionistas comunes
- Pf Valor actual de la acción

### **Modelo de valoración de activos de capital (CAPM)**

También conocido como *enfoque de la línea de mercado de los activos financieros*. El CAPM, describe la relación entre el rendimiento requerido por los inversionistas (costo del capital de las acciones comunes,  $k_s$ ) y el riesgo no diversificable de la empresa (riesgo sistemático), medido por el coeficiente beta ( $\beta$ ).

El modelo de valuación de los activos se expresa a través de la siguiente fórmula:

$$k_s = R_f + \beta_j (R_m - R_f)$$

Donde:

- $R_f$  Tasa de rendimiento libre de riesgo
- $R_m$  Rendimiento promedio del mercado en general
- $R_m - R_f$  Prima de riesgo del mercado en general
- $\beta_j$  Coeficiente beta para la acción j

### **Componentes del modelo de valoración de activos de capital**

**Beta ( $\beta_j$ ).** Es el coeficiente que indica la volatilidad (o riesgo sistemático) del rendimiento de un título con relación a la variación del rendimiento del mercado en general (Contreras de Ussher, 2005).

Respecto a los valores que toma el coeficiente  $\beta_j$ , Van Horne y Wachowicz (2002) señalan lo siguiente:

- Si  $\beta_j = 1.0$ . Indica que el rendimiento de la acción varía de manera proporcional con el rendimiento del mercado. En otras palabras, la

acción tiene un riesgo sistemático equivalente al del mercado en general.

- Si  $\beta_j > 1.0$  (*beta agresivo*). Indica que el rendimiento de la acción varía más que proporcionalmente con el rendimiento del mercado. Poniéndose de manifiesto que la acción tiene un riesgo sistemático mayor, en relación con el del mercado.
- Si  $\beta_j < 1.0$  (*beta defensivo*). Indica que el rendimiento de la acción varía menos que proporcionalmente con el rendimiento del mercado. En otras palabras, la acción tiene un riesgo sistemático menor, en relación con el del mercado.

**Tasa libre de riesgo ( $R_f$ ).** Es el “rendimiento requerido sobre un activo libre de riesgo, representado generalmente por un bono de la Tesorería de la Nación” (Contreras de Ussher, 2005, p.206). Sobre la elección de la vigencia del valor, Van Horne y Wachowicz (2002) sugieren “los valores del Tesoro a tres años” (p.401).

**Rendimiento del mercado ( $R_m$ ).** También conocido como rendimiento esperado del portafolio del mercado. Se trata del “promedio ponderado del rendimiento de las acciones que se mantienen en una cartera” (Contreras de Ussher, 2005, p.185). Usualmente, el rendimiento del mercado está representado por un índice bursátil. No obstante, también se puede emplear el cálculo de los analistas bursátiles, economistas y otros expertos que por lo general pronostican este tipo de rendimientos.

**Modelo del costo de la deuda antes de impuestos más prima de riesgo**

Se trata de un modelo cuya base de cálculo es el *costo de la deuda antes de impuesto de las empresas ( $k_d$ )*, el cual, de acuerdo a Van Horne y

Wachowicz (2000), será mayor que la tasa libre de riesgo ( $R_f$ ). Dado que las acciones comunes de una empresa deben generar un rendimiento esperado mayor que sus deudas, es decir  $k_s > k_d$ ; el costo de capital se determina como:

$$k_s = \underbrace{\text{Costo de la deuda antes de impuesto}}_{(k_d)} + \underbrace{\text{Prima por riesgo en rendimiento esperado de las acciones sobre deuda}}$$

Sobre la *prima por el rendimiento esperado de las acciones sobre la deuda*, Moyer et al. (2005) explican que dicha prima pueden alcanzar valores por encima del costo de la deuda, equivalentes a:

- 6.0 puntos porcentuales en empresas con riesgo promedio ( $\beta_j = 1.0$ ).
- 3 a 5 puntos porcentuales en empresas con un riesgo sistemático inferior al promedio ( $\beta_j < 1.0$ )
- Más de 6.0 puntos porcentuales en empresas con un nivel de riesgo sistemático superior al promedio ( $\beta_j > 1.0$ ).

### **Costo del Autofinanciamiento**

Para Parra y Calero (2006) las reservas, la amortización y las provisiones tienen un costo implícito denominado *costo de oportunidad*. El uso de estos recursos financieros generados internamente implican, para la empresa, alcanzar una rentabilidad igual o superior a la que pudiesen obtener los dueños si tales beneficios fuesen repartidos en forma de dividendos o invertidos en el mercado financiero (en el caso de los fondos creados con las amortizaciones).

### **Modelo para el cálculo del costo de las utilidades retenidas**

El autofinanciamiento, según Loring (2004), “recoge el ahorro de la empresa procedente de las utilidades retenidas” (p.134). Para evaluar el costo de estos recursos se debe considerar los posibles usos que éstos pueden tener: *ser reinvertidos en la empresa o ser repartidos a los accionistas*. En el primer caso, se espera que el rendimiento obtenido sea el mismo que el capital común, ya que para el accionista representan una inversión similar. De ser el caso, Gitman (2000), plantea el siguiente modelo:

$$Kr = \frac{D}{Po} + g$$

Donde:

- Kr Costo de capital de las utilidades retenidas
- D Dividendo que se estima otorgar a los accionistas comunes
- Po Valor de la acción común al momento de la emisión
- g Tasa de crecimiento de los dividendos

El crecimiento autosostenible se halla a partir de la fórmula:

$$g = \text{Beneficio retenido} / \text{Patrimonio neto}$$

Para el caso de las utilidades repartidas entre los accionistas, el costo de las utilidades retenidas puede ser considerado, según Coss Bu (1986), como un costo de oportunidad el cual está representado por el rendimiento que podría lograr el accionista al haber invertido el dividendo no recibido en otra alternativa de inversión. En sentido, el costo de las utilidades retenidas se puede hallar con la siguiente expresión:

$$Kr = R(1-T)(1-c)$$

Donde:

- R Rendimiento bruto obtenido
- T Tasa marginal de impuestos del accionista
- c Gastos en corretaje (expresadas en porcentajes)

El modelo anterior parte del supuesto de que si la empresa no puede generar oportunidades de inversión atractivas para sus accionistas, éstos podrían encontrar otros proyectos para invertir con el mismo grado de riesgo y con un rendimiento mayor (Coss Bu, 1986, p.197).

Una vez explicado en qué consiste y cómo se determina el costo individual de cada una de las diferentes alternativas de financiamiento a largo plazo con que cuenta la empresa, se procede a explicar en qué consiste el costo de los recursos financieros a corto plazo.

### ***Costo de Capital de los Recursos Financieros a Corto Plazo***

Para Besley y Brigham (2009), el costo de capital de los recursos financieros a corto plazo puede ser calculado, a partir de las siguientes ecuaciones:

#### **1. Costo porcentual por período ( $r_{PER}$ ).**

Representa el costo de usar los fondos durante un período determinado. Se calcula como:

$$r_{PER} = \frac{\text{Costo del financiamiento a corto plazo}}{\text{Cantidad de fondos por utilizar}}$$

En esta ecuación, el numerador representa la cantidad que debe pagar la empresa por usar los fondos solicitados y el denominador, el monto del préstamo que la empresa en realidad puede utilizar. Este último no siempre resulta ser igual al monto principal del préstamo, por cuanto existen factores como los descuentos, saldos compensadores y otros costos asociados a la gestión del financiamiento que reducen la entrada de fondos hacia la empresa, impidiendo que se use la cantidad total del préstamo.



**2. Tasa porcentual anual ( $r_{TPA}$ ).** También conocida como tasa de interés simple o tasa nominal. La tasa porcentual anual, para Besley y Brigham (2009), “es la tasa de interés estipulada o cotizada que se usa para calcular el interés que se paga por período” (p.154). Por su parte Redondo (2002) agrega que esta tasa se aplica únicamente sobre el capital prestado, sin tener en cuenta los intereses ganados, es decir no considera el efecto de la capitalización de intereses.

La tasa porcentual anual se denota como:

$$r_{TPA} = r_{PER} * m$$

Donde  $m$  representa la frecuencia de conversión o número de períodos asociados al financiamiento solicitado en un año. La frecuencia de conversión puede ser calculada dividiendo:

$$\frac{365 \text{ días}}{\text{Período de vigencia del préstamo (en días)}} \div \frac{12 \text{ meses}}{\text{Período de vigencia del préstamo (en meses)}}$$

**3. Tasa anual efectiva ( $r_{TAE}$ ).** Es la tasa de interés anual que en realidad se paga (o se cobra) como consecuencia de los efectos de la capitalización (Vidaurre, 2001). Se calcula como:

$$r_{TAE} = (1 + r_{PER})^m - 1$$

De acuerdo a lo planteado por Redondo (2002), cuando en un período normal (un año) la frecuencia de conversión de intereses, es igual a uno ( $m = 1$ ),  $r_{TPA}$  y  $r_{TAE}$  son iguales. No obstante, si la frecuencia de conversión de intereses es mayor a uno ( $m > 1$ ), entonces  $r_{TAE}$  será mayor que  $r_{TPA}$ . Asimismo Besley y Brigham (2009), destacan que  $r_{TPA}$  y  $r_{TAE}$  *ajustan* el costo porcentual por período,  $r_{PER}$ , de modo que dicho costo porcentual se exprese

sobre una base anual. Se anualiza  $r_{PER}$  para hacer más fácil la comparación de instrumentos de crédito a corto plazo con diferentes vencimientos.

A continuación se muestra la aplicación de las ecuaciones descritas para determinar el costo del crédito comercial, los créditos bancarios a corto plazo y el papel comercial.

### **Crédito Comercial**

De acuerdo a Loring (2004) el crédito comercial es aparentemente gratuito si el monto de la factura no varía por el hecho de aplazar su pago, respecto al pago al contado. No obstante, cuando los proveedores ofrecen un descuento por pronto pago y no se hace uso de él, se genera un costo de oportunidad. “Tal costo no aparece reflejado en la cuenta de resultados... sin embargo, es necesario tenerlo en cuenta para estimar el auténtico costo de los recursos financieros obtenidos por los proveedores” (p.408). En este sentido, a partir de las ecuaciones  $r_{PER}$ ,  $r_{TPA}$  y  $r_{TAE}$ , el costo del crédito comercial se puede determinar de la siguiente manera.

$$K_{pr} = \frac{F - P}{P} = \frac{F}{P} - 1$$

Donde:

- K<sub>pr</sub> Costo de capital de proveedores
- P Pago al final del período de descuento
- F Pago al final del período de financiamiento

El interés anterior es por un período de x días, lo cual significa que si requiere evaluar *el costo anual efectivo de no aprovechar el descuento*, éste vendrá dado por la siguiente expresión:

$$K_{pra} = \left( \frac{F}{P} \right)^{\frac{365}{x}} - 1$$

Donde:

$K_{pra}$  Costo de capital de proveedores anual efectivo  
 $x$  Número de días que no se aprovecha el descuento

Para Coss Bu (1986, p.174), la subcuenta de *descuentos por pronto pago no utilizados* es deducible. En tal sentido, la expresión para determinar *el costo anual efectivo después de impuestos de no aprovechar un descuento*, viene dada por:

$$K_{pra} = \left( \frac{F - (F - P)T}{P} \right)^{\frac{365}{x}} - 1$$

Donde:

$T$  Tasa impositiva

### **Crédito Bancario a Corto Plazo**

Su costo varía en función de las condiciones de pago bajo las cuales se concede el préstamo. En este orden de ideas, Besley y Brigham (2009) distingue entre préstamo con interés simple, préstamo con intereses descontados y préstamo en abonos

**Préstamo con interés simple.** Es aquel donde la cantidad solicitada del préstamo y el interés cobrado sobre esa cantidad se pagan al vencimiento del préstamo. Su costo se determina aplicando las ecuaciones  $r_{PER}$ ,  $r_{TPA}$  y  $r_{TAE}$ .

**Préstamo con intereses descontados.** Es un préstamo en el que el interés que se calcula sobre la cantidad solicitada (valor principal), se paga al inicio del periodo del préstamo, es decir el interés se paga por adelantado. Al igual que en el préstamo con intereses simple, el costo se calcula a partir de las ecuaciones  $r_{PER}$ ,  $r_{TPA}$  y  $r_{TAE}$ .

**Préstamos en abonos.** También conocido como préstamo amortizable. Es aquel cuyo interés y capital pueden ser reembolsados a través de pagos iguales a lo largo de la vida del financiamiento. Para calcular el costo del préstamo en abonos se utiliza la fórmula de  $r_{PER}$  y TPA; para hallar  $r_{TAE}$  Besley y Brigham (2009) recomiendan aplicar la fórmula del descuento.

$$F_0 = \sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+kd)^t}$$

### ***Papel Comercial***

El costo del papel comercial al igual que el crédito comercial y el crédito bancario a corto plazo, se determina aplicando las ecuaciones  $r_{PER}$ ,  $r_{TPA}$  y

$r_{TAE}$ .

[www.bdigital.ula.ve](http://www.bdigital.ula.ve)

### **Sistematización de Variables**

La sistematización de variables es el compendio de todas las variables a estudiar, allí se identifican la variable principal de cada objetivo específico, dimensiones e indicadores. A continuación, se presenta la sistematización:

### **Objetivo Específico N° 1**

Identificar las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida desde la perspectiva forma jurídica, antigüedad, tamaño, categoría y servicios prestados.

#### **Cuadro 1**

##### **Sistematización de la variable del objetivo específico N° 1**

<b>Variable Principal</b>	<b>Dimensión</b>	<b>Indicador</b>	<b>Instrumento</b>
Cabañas turísticas	Forma jurídica	<ul style="list-style-type: none"><li>– Firma personal.</li><li>– Compañía anónima.</li><li>– Sociedades de responsabilidad limitada.</li><li>– Cooperativa.</li></ul>	Cuestionario
	Antigüedad	<ul style="list-style-type: none"><li>– Menor a 3 años.</li><li>– Mayor a 3 años.</li></ul>	
	Tamaño	<ul style="list-style-type: none"><li>– Microempresa: menos de 5 trabajadores.</li><li>– Pequeña: entre 5 y 20 trabajadores.</li><li>– Mediana: entre 21 y 100 trabajadores.</li><li>– Grande: más de 100 trabajadores.</li></ul>	
	Categoría	<ul style="list-style-type: none"><li>– Por estrellas.</li><li>– Por clases.</li><li>– No categorizada.</li></ul>	
	Servicios prestados	<ul style="list-style-type: none"><li>– Alojamiento únicamente.</li><li>– Alojamiento con alimentación.</li><li>– Servicios recreativos.</li><li>– Servicios ejecutivos y de eventos.</li><li>– Servicios infantiles.</li><li>– Servicios de salud.</li><li>– Otros servicios.</li></ul>	

*Nota.* Elaborado por la autora a partir de las variables de investigación

## Objetivo Específico N° 2

Describir la estructura de inversión y financiamiento de las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida al cierre de los períodos económicos 2007, 2008, 2009, 2010 y 2011.

### Cuadro 2

#### Sistematización de la variable del objetivo específico N° 2

Variable Principal	Dimensión	Indicador	Instrumento
Estructura de inversión y financiamiento	Estructura de inversión	<ul style="list-style-type: none"><li>- Disponible.</li><li>- Cuentas por cobrar comerciales.</li><li>- Inversiones temporales.</li><li>- Otras cuentas por cobrar.</li><li>- Realizables.</li><li>- Gastos pagados por anticipado.</li><li>- Exigible a largo plazo.</li><li>- Propiedad, planta y equipo.</li><li>- Activo intangible.</li><li>- Cargos diferidos.</li><li>- Inversiones a largo plazo.</li><li>- Otros activos</li></ul>	Matriz de Registro
	Estructura de financiamiento	<ul style="list-style-type: none"><li>- Obligaciones financieras a corto plazo.</li><li>- Cuentas por pagar comerciales.</li><li>- Otras cuentas por pagar</li><li>- Efecto por pagar</li><li>- Gastos acumulados y retenciones.</li><li>- Impuestos, gravámenes y tasas.</li><li>- Obligaciones laborales.</li><li>- Otros pasivos circulantes.</li></ul>	

*Nota.* Elaborado por la autora a partir de las variables de investigación

**Cuadro 2 (cont.)**

<b>Variable Principal</b>	<b>Dimensión</b>	<b>Indicador</b>	<b>Instrumento</b>
Estructura de inversión y financiamiento	Estructura de financiamiento	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Obligaciones financieras a largo plazo.</li> <li>- Pasivos laborales a largo plazo.</li> <li>- Cuentas por pagar accionistas/propietarios a largo plazo.</li> <li>- Otros pasivos a largo plazo.</li> <li>- Crédito diferido</li> <li>- Patrimonio.</li> <li>- Reserva legal.</li> <li>- Otras reservas.</li> <li>- Superávit (o Déficit)</li> </ul>	Matriz de Registro

*Nota.* Elaborado por la autora a partir de las variables de investigación

**Objetivo Específico N° 3**

www.bdigital.ula.ve

Distinguir las fuentes de financiamiento empleadas por las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida

**Cuadro 3**

**Sistematización de la variable del objetivo específico N° 3**

<b>Variable Principal</b>	<b>Dimensión</b>	<b>Indicador</b>	<b>Instrumento</b>
Fuentes de financiamiento	Instrumento de financiamiento	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Crédito comercial.</li> <li>- Crédito bancario a corto plazo.</li> <li>- Descuento comercial.</li> <li>- Factoring.</li> <li>- Papeles comerciales.</li> <li>- Financiamiento de prestamistas.</li> </ul>	Cuestionario y Matriz de Registro

*Nota.* Elaborado por la autora a partir de las variables de investigación

**Cuadro 3 (cont.)**

<b>Variable Principal</b>	<b>Dimensión</b>	<b>Indicador</b>	<b>Instrumento</b>
Fuentes de financiamiento	Instrumento de financiamiento	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Financiamiento de familiares y amigos.</li> <li>– Préstamo bancario a largo plazo.</li> <li>– Préstamos de Organismos Públicos.</li> <li>– Arrendamiento financiero.</li> <li>– Emisión de Bonos.</li> <li>– Capital (aportes de capital).</li> <li>– Autofinanciamiento (Reinversión de utilidades).</li> </ul>	Cuestionario y Matriz de Registro
	Características del financiamiento con recursos a corto plazo	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Entidad que concede el financiamiento.</li> <li>– Monto financiado.</li> <li>– Tipo de garantía.</li> <li>– Plazo de pago.</li> <li>– Forma de pago.</li> <li>– Tasa de interés.</li> <li>– Saldo compensatorio.</li> <li>– Comisiones y recargos.</li> <li>– Gastos de formalización.</li> <li>– Propósito del financiamiento.</li> <li>– Descuentos por pronto pago.</li> </ul>	
	Características del financiamiento con recursos a largo plazo	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Entidad que concede.</li> <li>– Monto financiado.</li> <li>– Período de gracia.</li> <li>– Garantía.</li> <li>– Plazo de pago.</li> <li>– Forma de pago.</li> <li>– Tasa de interés.</li> <li>– Gasto de formalización.</li> <li>– Comisiones y recargos.</li> <li>– Prima en emisión.</li> <li>– Propósito del financiamiento.</li> </ul>	

*Nota.* Elaborado por la autora a partir de las variables de investigación



**Cuadro 3 (cont.)**

<b>Variable Principal</b>	<b>Dimensión</b>	<b>Indicador</b>	<b>Instrumento</b>
Fuentes de financiamiento	Características del financiamiento con recursos propios	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Patrimonio Total.</li> <li>- N° de acciones suscritas y pagadas.</li> <li>- Propósito del financiamiento.</li> <li>- Dividendos decretados.</li> <li>- Dividendos pagados.</li> <li>- Forma de pago de los dividendos.</li> <li>- Período de pago de los dividendos.</li> </ul>	Cuestionario y Matriz de Registro

*Nota.* Elaborado por la autora a partir de las variables de investigación

**Objetivo Específico N° 4**

Determinar el costo de capital de la estructura de financiamiento en las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida para los años 2007, 2008, 2009, 2010 y 2011.

**Cuadro 4**

**Sistematización de la variable del objetivo específico N° 4**

<b>Variable Principal</b>	<b>Dimensión</b>	<b>Indicador</b>	<b>Instrumento</b>
Costo de capital	Base imponible	- Impuesto Sobre la Renta.	Cuestionario y Matriz de Registro
	Tasa anual de inflación	- Índice del Precio al Consumidor.	

*Nota.* Elaborado por la autora a partir de las variables de investigación

**Cuadro 4 (cont.)**

<b>Variable Principal</b>	<b>Dimensión</b>	<b>Indicador</b>	<b>Instrumento</b>
Costo de capital	Costo de Capital de los Pasivos a Corto Plazo	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Costo porcentual por periodo (rPER).</li> <li>- Tasa porcentual anual (rTPA).</li> <li>- Tasa anual efectiva (rTAE).</li> </ul>	Cuestionario y Matriz de Registro
	Costo de Capital de los Pasivos a Largo Plazo (kd)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Monto neto de los recursos ajenos recibidos (Fo).</li> <li>- Flujos netos de fondos al final del período (Ft).</li> <li>- Período de devolución de los fondos recibidos por terceros (n).</li> </ul>	
	Costo de Capital de las Acciones Comunes	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Valor actual de la acción (Po).</li> <li>- Dividendo esperado al final del año t (Dt).</li> </ul>	
	Costo de capital de las utilidades retenidas	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Dividendo que se estima otorgar a los accionistas.</li> <li>- Valor actual de la acción (Po).</li> <li>- Beneficio retenido.</li> <li>- Patrimonio neto.</li> </ul>	
	Costo Promedio Ponderado del Capital	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Costo de los capitales ajenos o endeudamiento.</li> <li>- Costo de los capitales propios.</li> <li>- Total deuda dentro de la estructura de capital.</li> <li>- Total patrimonio dentro de la estructura de capital.</li> <li>- Total deuda más patrimonio.</li> </ul>	

*Nota.* Elaborado por la autora a partir de las variables de investigación

## **CAPÍTULO III**

### **MARCO METODOLÓGICO**

A continuación se presentan los aspectos metodológicos bajo los cuales se desarrolló el presente estudio. Este capítulo incluye: el enfoque, tipo y diseño de la investigación, la población y la muestra, las técnicas e instrumentos de recolección y procesamiento de los datos, así como las técnicas de análisis de datos.

#### **Enfoque de la Investigación**

De acuerdo a lo planteado por Hernández, Fernández y Baptista (2010) y Palella y Martins (2006), la presente investigación se enmarcó dentro del enfoque cuantitativo, por cuanto:

- Privilegia el dato numérico como base de argumentación.
- La recolección de datos se fundamenta en la medición (se miden variables o conceptos contenidos en las hipótesis).
- El análisis de los datos se realiza a través de los métodos estadísticos.
- Generaliza los resultados encontrados en un grupo o segmento (muestra) a una colectividad mayor (universo o población).

#### **Tipo de Investigación**

El tipo de investigación está definido por el nivel de complejidad con el que se aspira culminar el estudio, es decir el objetivo general de la investigación (Hurtado de Barrera, 2008).

En ese orden de ideas, la investigación realizada se enmarcó dentro de una investigación de tipo analítica. Según Bunge (citado en Hurtado, 2010) este tipo de investigación “trata de entender las situaciones en términos de las relaciones de sus componentes. Intenta descubrir los elementos que componen cada totalidad y las interconexiones que dan cuenta de su integración” (p.103). La investigación analítica, para Hurtado de Barrera (2010), implica la reinterpretación de lo analizado en función de algunos criterios, dependiendo de los objetivos del análisis.

En el presente estudio, la investigación analítica tiene como propósito desglosar cada uno de los elementos que integran el costo de capital de la estructura de financiamiento en las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida y comprender -a la luz de lo que la teoría financiera indica- la relación que hay entre ellos.

### **Diseño de la Investigación**

[www.bdigital.ula.ve](http://www.bdigital.ula.ve)

El diseño, para Hernández et al (2010) y Ortiz (2011), se refiere al plan o estrategia que sigue el investigador para obtener la información que le permite alcanzar los objetivos de estudio planteados, contestar interrogantes y analizar la certeza de las hipótesis formuladas en un contexto particular. Asimismo, Hurtado de Barrera (2010) señala que el diseño de la investigación alude a las decisiones que toma el investigador respecto al proceso de recolección de datos, con el fin de lograr la validez interna del estudio que se está realizando.

En ese orden de ideas, el presente estudio siguió un diseño no experimental y de campo, ya que el mismo se realizó en el lugar donde ocurren los hechos y no hubo manipulación de variables.

Sobre las investigaciones de campo, la Universidad Pedagógica Experimental Libertador (UPEL, 2008) explica que las mismas consisten en realizar un análisis sistemático del problema en el lugar donde ocurre el

fenómeno, con el propósito de describirlo, interpretarlo, entender su naturaleza y factores constituyentes. Haciendo uso para ello de métodos característicos de cualquiera de los enfoques de investigación conocidos; los cuales en este caso se refirieron a los métodos propuestos por el enfoque cuantitativo. Por su parte, Ramírez (citado en Pallella y Martins, 2006) añade que en las investigaciones de campo, los fenómenos sociales se estudian en su ambiente natural, la recolección de datos se hace en el lugar donde ocurren los hechos y no existen manipulación o control de las variables.

Es importante destacar que el diseño propuesto, igualmente estuvo apoyado en la información proveniente de la revisión y análisis de los datos presentados en los estados financieros de las cabañas turísticas de la muestra.

### **Área Geográfica y Temporal**

La investigación estuvo circunscrita geográficamente a las cabañas turísticas ubicadas en el Municipio Santos Marquina del Estado Mérida.

Desde el punto de vista temporal, se estudió el período comprendido entre los años 2007-2011. La aplicación de los instrumentos de medición, a la muestra seleccionada, se realizó entre los meses octubre y noviembre de 2014.

#### ***Descripción del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida***

El Municipio Santos Marquina, presenta condiciones que permiten calificarlo como área potencialmente turística. Su ubicación en el eje turístico del Estado Mérida y las posibilidades que ofrece al visitante de disfrutar del clima frío en las cumbres de los picos y clima templado en las fallas de los valles, así como de los atractivos naturales, culturales, de instalaciones turísticas de tipo receptivo, hacen que éstos se conviertan en elementos que

incentivan el desplazamiento voluntario de las personas hacia el Municipio en estudio.

A continuación, a partir de la publicación de Rivero (2001), Corporación de Los Andes (CORPOANDES, 2010) e información publicada en los portales de la Alcaldía Bolivariana del Municipio Santos Marquina ([visitetabay.com](http://visitetabay.com)), Ministerio del Poder Popular para el Turismo y Corporación Merideña de Turismo ([www.meridatuestino.com](http://www.meridatuestino.com)), se presenta una descripción del Municipio seleccionado:

El Municipio Santos Marquina se encuentra ubicado al Este del Estado Mérida, entre las coordenadas geográficas 8° 24' 12" y 8° 44' 20" de latitud Norte y 71° 49' 20" y 71° 07' 36" de longitud Oeste. Limita al Norte y Sur con el Municipio Libertador, por el Este con el Municipio Rangel y por el Oeste con el Municipio Libertador. Está comprendido por los sectores: San Rafael, Tabay, La Mucuy, Mucunután, Los Llanitos de Tabay, el Pedregal y las Áreas Bajo Régimen de Administración Especial (ABRAE): Parque Nacional Sierra Nevada (Filo del Oro, Raíz de Agua, Los Aranguren, San Juan Bautista y Santa Rosa) y Parque Nacional La Culata (Los Micuyes y El Escorial).

Tabay, capital del Municipio Santos Marquina, se encuentra a 12km de la ciudad de Mérida, a 1.708 metros de altura sobre una meseta de origen aluvial a orillas del río Chama. La carretera Trasandina atraviesa el poblado de Este a Oeste, pasando por un lado de la Plaza Bolívar de Tabay. Esta vía permite el rápido acceso con la ciudad de Mérida y facilita su comunicación con la zona del Páramo y los Estados Barinas y Trujillo.

Las actividades económicas del Municipio Santos Marquina son: la agricultura, la artesanía y el turismo, destacando especialmente el servicio de alojamiento.

Desde el punto de vista físico-natural, el Municipio Santos Marquina está localizado en la Cordillera de Mérida. Su territorio está constituido, en su mayor parte, por áreas montañosas con altitudes que van desde los 4.400 –

4.300 m.s.n.m. (Laguna Verde – Sierra Nevada) hasta los 1.500 m.s.n.m. en el Valle del Chama y los 800 m.s.n.m en el Valle del Río Bum-Bum (vertiente que mira hacia los llanos). Sólo una pequeña porción comprende áreas planas o relativamente planas. El principal río del Municipio es el Chama y en él afluyen gran parte de los ríos y quebradas que drenan el área.

El Parque Nacional Sierra Nevada, principal atractivo natural del Municipio en estudio, preserva y conserva muestras relevantes y representativas de los ecosistemas y paisajes de montaña de la Cordillera de Los Andes. De este parque, corresponden al Municipio Santos Marquina 350,31 Km<sup>2</sup>, aproximadamente (35,031 hectáreas). El relieve es montañoso, con muy pocos terrenos planos. En él se encuentran las lagunas La Coromoto, Laguna Verde, Laguna El Suero y Santo Cristo. Dentro del área del parque se hayan ubicadas las aldeas: Santa Rosalía, Los Aranguren, San Juan Bautista, Filo del Oro, Siniguiz, Santa Rosa y La Loma, cuyos moradores aún conservan muchas costumbres de arraigo popular. Asimismo, corresponde al Parque Nacional Sierra Nevada, el área de recreación La Mucuy (12 hectáreas aprox.), así como también la ubicación de la Estación Ornitológica La Mucuy y el Campo Experimental Truchícola La Mucuy.

En cuanto al ámbito cultural, el Municipio Santos Marquina se caracteriza por ser una comunidad que se preocupa por organizar a lo largo del año festividades religiosas y tradicionales. En él, se encuentran registrados más de cuatrocientos hacedores de artesanía en sus diferentes expresiones y modalidades, quienes en su mayoría exponen, para la venta, sus trabajos en el Mercado Artesanal de Tabay.

Respecto a la planta turística del Municipio seleccionado, ésta se encuentra conformada por unos veintisiete establecimientos de alojamiento con Registro Turístico Nacional (RTN), cuatro centros recreacionales, tres operadoras turísticas y alrededor de veinticinco establecimientos de servicio de alimentación.

## **Población y Muestra**

La población de una investigación es definida por Palella y Martins (2006) como el conjunto de unidades (elementos, personas o cosas) de las que se desea obtener información y sobre las que se van a generar conclusiones. Para Hernández et al (2010) ésta queda delimitada por el planteamiento del problema y los objetivos de la investigación.

Para efectos de la presente investigación, la población estuvo conformada por el total de cabañas turísticas localizadas en el Municipio Santos Marquina del Estado Mérida, que se encuentran formalmente inscritas en el Registro Turístico Nacional (RTN) y con presencia activa durante el período 2007-2011, así como para el momento de la recolección de los datos.

Resulta importante destacar que se tomó la decisión de escoger los establecimientos con RTN porque el mismo constituye un requisito solicitado por las instituciones financieras públicas y privadas para optar al financiamiento a través de la cartera de crédito turística. No considerar este aspecto limita, el estudio del costo de todas las posibles fuentes de financiación a las que puede optar las cabañas turísticas de la investigación.

### ***Marco Muestral***

El Marco Muestral, para Hernández et al (2010), constituye el marco de referencia que permite “identificar físicamente los elementos de la población, así como la posibilidad de enumerarlos y seleccionar los elementos muestrales” (p.185). Normalmente se trata de un listado elaborado por terceras personas o una lista que el investigador elabora con todos los miembros de la población.

Para la identificación de la población, en la presente investigación se tomó como referencia el directorio de establecimientos alojamiento turístico



elaborado por la Corporación Merideña de Turismo (CORMETUR), el cual para el año 2011 incluyó un total de 18 cabañas turísticas dedicadas a prestar el servicio de alojamiento dentro del área de estudio (Anexo A).

### ***Método de Muestreo***

El método de muestreo a emplear, es el *muestreo aleatorio simple* – también conocido como *muestreo probabilístico*. Hernández et al (2010), Ortiz (2011) y Palella y Martins (2006), explican que esta técnica consiste en elegir, mediante un procedimiento simple, una porción o un subgrupo de la población (N) donde todos los elementos que la conforman tienen la misma probabilidad de ser escogidos.

En resumen, el muestreo aleatorio simple consta de dos pasos básicos:

1. Determinar un tamaño de muestra que sea representativo de la población.
2. Seleccionar los elementos muestrales de manera que todos tengan la misma posibilidad de ser escogidos.

### ***Tamaño de la Muestra***

Para determinar si el tamaño muestral de un estudio es aceptable, se debe considerar, además de la varianza poblacional (heterogeneidad de la población), otros factores que son:

- El **error máximo aceptable (e)**. Es el porcentaje de error potencial que se admite tolerar de que la muestra no sea representativa de la población. Según Hernández et al (2010), “los niveles de error más comunes que suelen fijarse en la investigación son de 5% y 1% (en ciencias sociales el más usual es el primero)”. (p.179).

- El **nivel de confianza**. Es el complemento del error máximo aceptable, en otras palabras se trata del porcentaje de acertar en la representatividad de la muestra. Si el error elegido es de 5%, el nivel deseado de confianza equivale a 95%.

Para el cálculo de la muestra del estudio, se utilizan las siguientes fórmulas:

- **Tamaño de la muestra sin ajustar (n')**:

$$n' = \frac{z^2 * p * q * N}{e^2 * (N - 1) + z^2 * p * q} \quad (\text{Ecuación N}^\circ 1)$$

- **Tamaño de la muestra (n):**

$$n = \frac{n'}{1 + \left(\frac{n'}{N}\right)} \quad (\text{Ecuación N}^\circ 2)$$

Donde:

**N** = Tamaño de la población.

**p** = Probabilidad de que ocurra el evento (a favor). Para Hernández et al (2010, p.179), el valor de “p” se estima sobre marcos de muestreo previos. No obstante, cuando no se cuenta con dicha información o se selecciona por primera vez una muestra en una población, se usa un porcentaje estimado de 50%.

**q** = Probabilidad de que no ocurra el evento (en contra).

**Z** = Valor de la distribución normal para cierto nivel de confianza.

**e** = Error máximo aceptable para la estimación.

Para el cálculo de la muestra se fijó un nivel de confianza del noventa y cinco por ciento (95%) y un error máximo aceptable del cinco por ciento (5%).

Sobre la base de lo anterior, se fijaron los siguientes datos:

**N** = 18 cabañas turísticas

**p** = 50%

**q** = 50%

**Z** = 1.96 (para un nivel de confianza de 95%)

**e** = 5%

Se sustituyen los datos en las ecuaciones 1 y 2:

$$n' = \frac{1.96^2 * 0.50 * 0.50 * 18}{0.05^2 * (18 - 1) + 1.96^2 * 0.50 * 0.50} = \frac{17.2872}{1.0029} = 17.24$$

$$n = \frac{17.24}{1 + \left(\frac{17.24}{18}\right)} = 8.8 \cong 9 \text{ cabañas}$$

Se obtiene una muestra equivalente a **9 cabañas turísticas**, lo cual representa el **50%** de la población.

### ***Selección de los Elementos Muestrales***

Una vez determinado el tamaño de la muestra “n”, se procedió a numerar las cabañas turísticas del marco muestral (Anexo A). La selección de estos establecimientos se realizó de manera aleatoria con la ayuda de una *tabla de números aleatorios* generados con la función informática: *Fórmula > Matemáticas y trigonométricas > ALEATORIO. ENTRE*, del programa Microsoft Excel 2010.

## **Técnicas e Instrumentos de Recolección de Datos**

Con el propósito de dar cumplimiento a los objetivos de la investigación, se emplearon para la recolección de datos, las siguientes técnicas:

**La encuesta.** Palella y Martins (2006) la definen como una técnica destinada a obtener datos de varias personas cuyas opiniones interesan al investigador. Para ello se utiliza un listado de preguntas escritas que se entregan a los sujetos de estudio, quienes en forma anónima las responden por escrito. En el caso de la presente investigación, la información fue proporcionada por los propietarios y/o gerentes de las cabañas turísticas seleccionadas para la muestra.

**Revisión documental.** Sobre esta técnica Hurtado de Barrera (2010) señala que la información sobre los sujetos de estudio está contenida en los documentos elaborados por terceras personas. En el estudio, la técnica fue aplicada a los estados financieros de las cabañas turísticas de la muestra, los cuales se encuentran archivados en el Registro Mercantil del Municipio Libertador del Estado Mérida.

Los instrumentos que se emplearon en el proceso de recolección de datos, corresponden a:

**El cuestionario.** Diseñado con la finalidad de proporcionar el soporte necesario para la aplicación de la técnica de la encuesta. Su contenido medió las siguientes dimensiones: forma jurídica, antigüedad, tamaño, categoría, servicios prestados, instrumento de financiamiento, características del financiamiento con recursos a corto plazo, características del financiamiento a largo plazo y características del financiamiento con recursos propios.

**Matriz de registro.** La matriz de registro se diseñó con el propósito de recopilar los datos encontrados en los estados financieros de los establecimientos en estudio. Para su diseño se tomaron las siguientes dimensiones: estructura de inversión y estructura de financiamiento.

## **Validación y Confiabilidad de los Instrumentos**

Para Hernández et al (2010), la validez y la confiabilidad son dos requisitos esenciales que debe reunir todo instrumento de recolección de datos. De acuerdo a los autores, la validez representa “el grado en que un instrumento realmente mide la variable que se pretende medir” (p.201); y la confiabilidad “el grado en que su aplicación repetida al mismo individuo u objeto produce resultados iguales” (p.200).

Para determinar si los instrumentos de recolección de datos de la presente investigación, cumplieron con los criterios de validez exigidos, los mismos fueron sometidos a un procedimiento de juicio de tres profesionales expertos en las áreas de finanzas, estadística y metodología. Para ello, se les hizo entrega de los objetivos de la investigación, así como de los instrumentos de medición (cuestionario y matriz de registro) con sus respectivas hojas de validación (Anexos B y C). El propósito de la revisión fue analizar el contenido de los instrumentos y su congruencia con los objetivos de la investigación y las variables consideradas en el estudio.

## **Técnicas e Instrumentos de Procesamiento de Datos**

Una vez aplicados los instrumentos de recolección de datos a la muestra seleccionada, se elaboró una *matriz de datos* que recogió la información de todas las variables relevantes para la investigación.

La selección y clasificación de los datos se realizó atendiendo al tipo de fuente de información y el instrumento de recolección utilizado. Respecto al procesamiento de datos, éste se realizó utilizando los programas informáticos: Microsoft Excel 2010 y SPSS.

## Técnicas de Análisis de los Datos

El análisis de datos, según Ortiz (2011), es el proceso estadístico mediante el cual se categoriza, ordena, manipula y resumen los distintos valores que toman las variables de estudio (datos) para responder las interrogantes planteadas al principio de la investigación. Para la autora, “el propósito del análisis es reducir los datos a una forma entendible e interpretable, de tal manera que las relaciones de los problemas de la investigación puedan estudiarse y evaluarse” (p.18).

De acuerdo a Hernández et al (2010) y Palella y Martins (2006), el método estadístico y su respectiva prueba de análisis, dependerá del nivel o escala de medición de las variables en estudio. Por lo tanto, en la presente investigación, se tomaron en consideración los siguientes aspectos:

### 1. *Escala de Medida de la Variable*

Armas (s.f) y Ortiz (2011), mencionan cuatro tipos:

- **Escala nominal.** Establece sólo relaciones de igualdad o diferencia entre los valores que puede adoptar la variable.

Para la escala nominal, los valores se designan por palabras, letras, números o símbolos cualesquiera. Al utilizar letras, el lugar que ocupan en el alfabeto no tiene significado especial. En caso de números, éstos simplemente constituyen un indicador de distinción cualitativa y en ningún caso el orden y la distancia entre ellos tienen otra interpretación.

- **Escala ordinal.** Se caracteriza porque entre dos valores de la variable, además de la relación de igualdad o diferencia que pueda existir, se puede establecer la relación jerárquica “mayor que” o “menor que”.

Para la escala ordinal, los valores se denotan por letras, números o palabras, pero en este caso existe un orden de los valores que en el caso de letras viene dado por el alfabeto, en el de los números por los conjuntos numéricos y en el de palabras por el significado de las mismas.

- **Escala de intervalos.** En esta escala los valores de la variable son números y entre ellos tienen sentido las relaciones de igualdad, jerarquía y distancia, es decir que la única operación aritmética que tiene sentido entre los valores es la de diferencia o resta.

Sobre la escala de intervalos, Hernández et al (2010) explican que la misma se caracteriza principalmente por: (a) mantener una unidad de medida o intervalo constante entre los valores de la escala, y (b) poseer un cero u origen relativo, ya que se asigna arbitrariamente a una categoría el valor de cero y a partir de éstas se construye la escala.

- **Escala de razón o de proporción.** Es la más completa de las cuatro escalas de medida. Se caracteriza porque los valores que toma la variable en estudio son números entre los cuales tiene sentido la relación de igualdad, jerarquía, diferencia, sumas y proporciones o múltiplos.

La escala de razón tiene un cero absoluto, el cual representa la ausencia de la propiedad que se está midiendo.

## **2. Métodos Estadísticos**

Entre los métodos estadísticos se encuentran:

- La **estadística descriptiva.** Encargada de la organización, condensación y cálculos de medidas numéricas que permitan destacar los aspectos más importantes de los datos recolectados. Este método

permite obtener una visión completa del fenómeno estudiado en un momento determinado.

Dentro de las pruebas de estadística descriptiva a emplear en la investigación propuesta, están: distribución de frecuencias, medidas de tendencia central (media, mediana y moda), medidas de variabilidad (rango, desviación estándar y varianza) y gráficos (barra, circular, diagrama de dispersión y gráficos para distribución de frecuencia).

- La **estadística inferencial**. Para Ortiz (2011), es la generalización de las conclusiones extraídas del grupo estudiado hacia toda la población de la que se extrajo la muestra. La estadística inferencial se refiere a una serie de experimentos y a una cadena de razonamientos usados para tomar decisiones acerca de la comprobación de las hipótesis bajo estudio y la estimación de parámetros.

## www.bdigital.ula.ve Interpretación y Discusión de los Resultados

La interpretación y discusión de los resultados de la presente investigación se realizó teniendo como único referente el marco teórico y los objetivos planteados en la misma.



## CAPÍTULO IV

### PRESENTACIÓN Y ANÁLISIS DE RESULTADOS

El presente capítulo muestra los resultados obtenidos al emplear en los sujetos de estudio, los instrumentos diseñados para la recolección de datos: (1) cuestionario aplicado a los propietarios/gerentes de 9 cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida – *muestra calculada* – y, (2) matriz de registro aplicada a los estados financieros de 6 cabañas turísticas de la muestra alcanzada para este estudio. Asimismo, es importante señalar que los resultados a presentar, se tabularon y graficaron de acuerdo a los indicadores de las variables objeto de estudio, relacionados y verificados en correspondencia con los objetivos específicos presentados en el planteamiento del problema.

#### **Cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida**

El propósito del primer objetivo fue identificar las cabañas turísticas objeto de estudio, desde la perspectiva: forma jurídica, antigüedad, tamaño, categoría y servicios prestados. Los resultados se detallan a continuación:

##### ***Forma Jurídica***

En la muestra examinada, de 9 cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina (50% de la población objeto de estudio), se encontró que la misma está comprendida en su mayoría por Compañías Anónimas (67%), seguida de las Firmas Personales (22%) y una Cooperativa (ver Cuadro 5).

### Cuadro 5

#### Forma Jurídica de las Cabañas Turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida

Forma jurídica	Frecuencia	Porcentaje
Compañía Anónima	6	67%
Firma Personal	2	22%
Cooperativa	1	11%
<b>Total (n)</b>	<b>9</b>	<b>100%</b>

*Nota.* Resultado de aplicación del cuestionario

Asimismo, se pudo conocer que del total de cabañas turísticas encuestadas, 5 (56%) fueron fundadas por personas no formadas en el área de la hotelería y el turismo, mientras que 4 (44%) sí (ver Cuadro 6). Respecto a la formación de las personas que constituyen el 56% de la muestra, esta se corresponde a profesionales del área de la medicina, la educación, ingeniería, administración y contaduría, quienes informaron que en la actualidad realizan actividades paralelas a la prestación del servicio de alojamiento turístico.

### Cuadro 6

#### Formación de los fundadores de las Cabañas Turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida, en el área de hotelería y turismo

Formación en el área de hotelería y turismo	Frecuencia	Porcentaje
Sí	4	44%
No	5	56%
<b>Total (n)</b>	<b>9</b>	<b>100%</b>

*Nota.* Resultado de aplicación del cuestionario

### **Antigüedad**

De acuerdo a los resultados obtenidos del estudio de campo, las cabañas turísticas objeto de análisis tienen una antigüedad promedio de 15 años y un grado de dispersión (desviación estándar) equivalente a 6 años.

### **Tamaño**

En relación a la dimensión “tamaño”, la distribución de frecuencia presentada en el Cuadro 7, indica que de las 9 cabañas que constituyen la muestra, 7 (78%) cabañas emplean menos de 5 trabajadores, mientras que 2 (22%) emplean entre 5 y 20 trabajadores. Estos resultados, según la clasificación del tamaño de las empresas realizadas por el Instituto Nacional de Estadística (2010), indican que la mayoría de cabañas turísticas objeto de análisis, son microempresas.

Del mismo modo, se pudo conocer a través de conversaciones informales con los encuestados, que las personas empleadas son, en su mayoría, familiares del dueño.

### **Cuadro 7**

#### **Tamaño de las Cabañas Turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida**

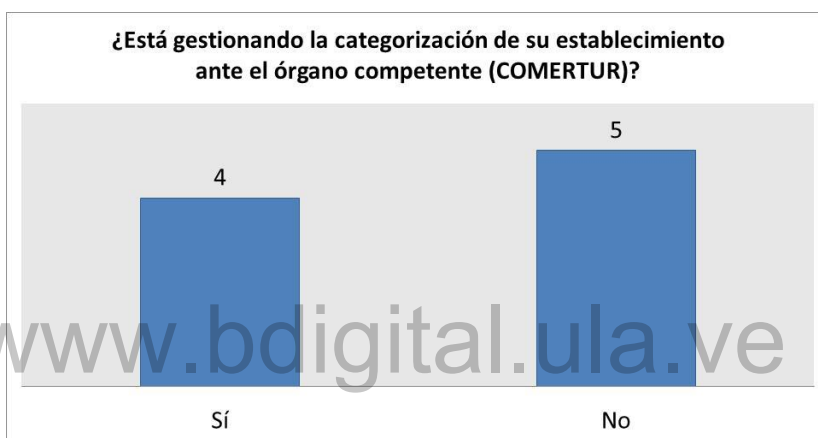
<b>Tamaño</b>	<b>Frecuencia</b>	<b>Porcentaje</b>
Microempresa (menos de 5 trabajadores)	7	78%
Pequeña empresa (entre 5 y 20 trabajadores)	2	22%
<b>Total (n)</b>	<b>9</b>	<b>100%</b>

*Nota.* Resultado de aplicación del cuestionario

## Categoría

El cuestionario aplicado a la muestra reveló que las 9 cabañas turísticas encuestadas no están categorizadas. No obstante, al preguntárseles a los propietarios/gerentes si estaban gestionando la categorización de su establecimiento, 4 (44%) indicaron que Sí lo estaban haciendo, mientras 5 (56%) señalaron que No (ver Gráfico 2).

**Gráfico 2. Gestión del cambio de categoría**



*Nota.* Elaborado con datos recolectados de la aplicación del cuestionario.

## Servicios prestados por las Cabañas Turísticas

**Servicios de alojamiento.** De los resultados obtenidos de la pregunta de selección múltiple referente a “tipo de servicio de alojamiento que ofrece la empresa”, se encontró que las cabañas analizadas se dividen principalmente en dos grupos: las que ofrecen únicamente el alojamiento en infraestructuras equipadas con cocina, nevera, camas, televisión y kit para planchar (6 cabañas turísticas) y las que ofrecen el alojamiento con la alimentación incluida (3 cabañas turísticas) (ver Cuadro 8).

### Cuadro 8

#### Servicios de alojamiento prestados por las Cabañas Turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida

Servicios básicos	Frecuencia
Alojamiento únicamente	6
Alojamiento con alimentación:	
– Servicio de alojamiento y desayuno.	1
– Servicio de alojamiento con desayuno almuerzo y cena	2
<b>Total (n)</b>	<b>9</b>

*Nota.* Resultado de aplicación del cuestionario

Del mismo modo, se encontró que las cabañas de la muestra estudiada, incluyen en su oferta de alojamiento, otros servicios básicos como: agua caliente (9 cabañas), televisión por suscripción (7 cabañas), internet (6 cabañas) y calefacción (1 cabaña) (ver Cuadro 9). Estos servicios no son excluyentes, es decir se ofrecen de manera simultánea con el alojamiento (ver Gráfico 3).

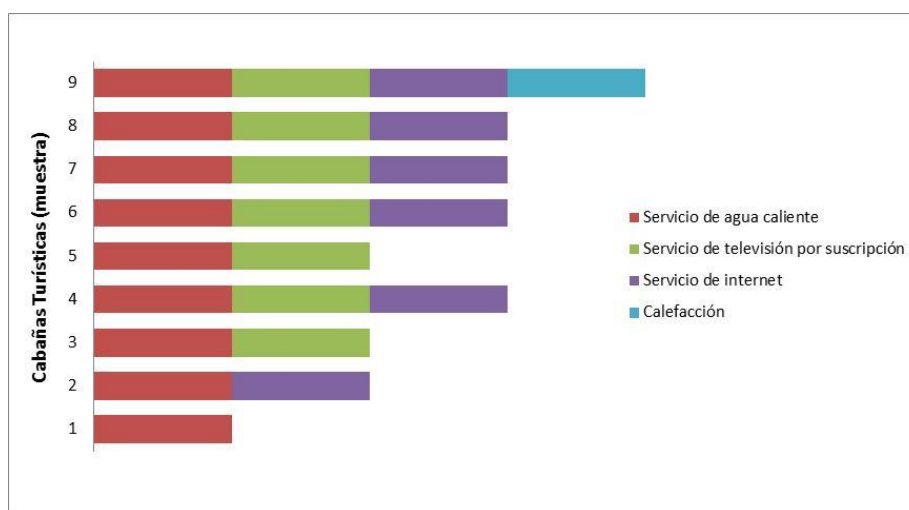
### Cuadro 9

#### Otros servicios básicos prestados por las Cabañas Turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida

Otros servicios básicos	Frecuencia
Servicio de agua caliente	9
Servicio de televisión por suscripción	7
Servicio de internet	6
Calefacción	1

*Nota.* Resultado de aplicación del cuestionario

**Gráfico 3. Servicios básicos prestados al cliente durante su estadía en las cabañas turísticas**



*Nota.* Elaborado con datos recolectados de la aplicación del cuestionario.

**Servicios complementarios.** Entre los servicios que representan alternativas para el cliente (ver Cuadro 10), destacan: el alquiler de salón para reuniones (8 cabañas), parrilleras (7 cabañas), servicio de restaurant (6 cabañas), organización de banquetes y celebraciones (6 cabañas) y alquiler de salón para eventos (5 cabañas). Igualmente, están: los parques infantiles (3 cabañas), la organización de paseos y excursiones (2 cabañas), tratamiento de salud y estética (2 cabañas), canchas deportivas (2 cabañas), transporte (2 cabañas), río para la pesca de trucha (1 cabaña) y alquiler de capilla para celebrar bodas y bautizos (1 cabaña).

#### **Cuadro 10**

#### **Servicios complementarios prestados por las Cabañas Turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida**

<b>Servicios</b>	<b>Frecuencia</b>
Restaurant	6
Alquiler de salón para eventos	5

*Nota.* Resultado de aplicación del cuestionario

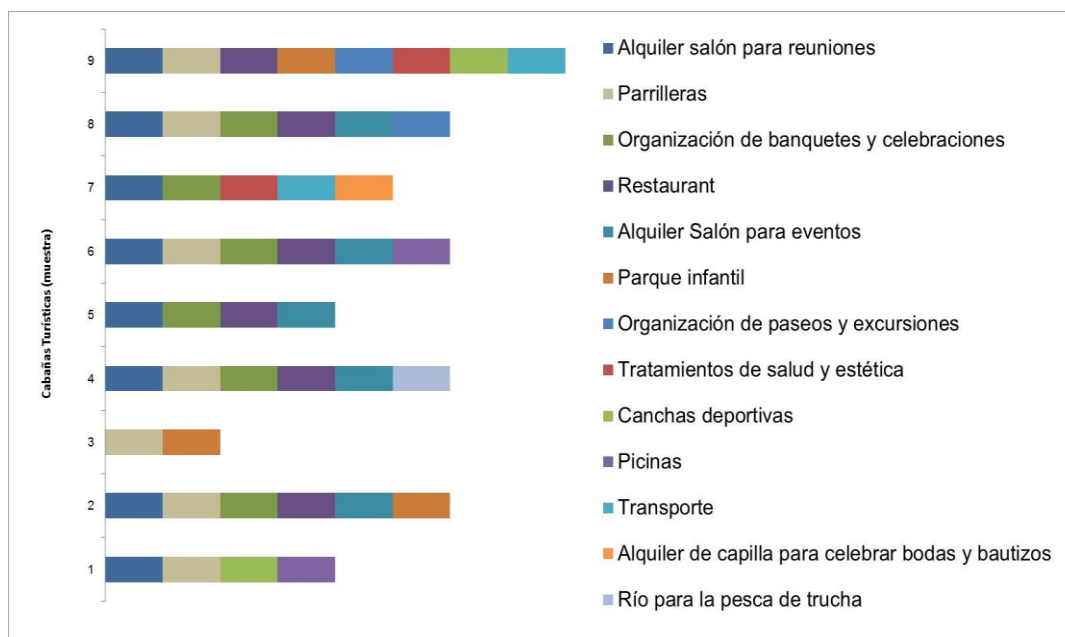
**Cuadro 10 (cont.)**

<b>Servicios</b>	<b>Frecuencia</b>
Alquiler de salón para reuniones	8
Parrilleras	7
Organización de banquetes y celebraciones	6
Parque infantil	3
Organización de paseos y excursiones	2
Tratamientos de salud y estética	2
Canchas deportivas	2
Piscina	2
Transporte	2
Alquiler de capilla para celebrar bodas y bautizos	1
Río para la pesca de trucha	1

*Nota.* Resultado de aplicación del cuestionario

Al igual que en el caso del *servicio de alojamiento*, las cabañas turísticas encuestadas prestan de manera simultánea los servicios reportados en el Cuadro 10. Los resultados se visualizan en el Gráfico 4:

**Gráfico 4. Servicios complementarios prestados por las cabañas turísticas**



Nota. Elaborado con datos recolectados de la aplicación del cuestionario

[www.bdigital.ula.ve](http://www.bdigital.ula.ve)

**Estructura de inversión y de financiamiento de las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida para el período 2007-2011.**

Este apartado presenta la descripción de la estructura de inversión y financiamiento de las cabañas turísticas objeto de estudio, al cierre de los períodos económicos 2007, 2008, 2009, 2010 y 2011. Para tal fin, conforme a lo planteado en el segundo objetivo de investigación, se aplicó una matriz de registro a los balances generales de 6 cabañas turísticas (66,7% de la muestra calculada) y posteriormente se realizó un análisis vertical que permitió conocer las proporciones promedios de los elementos patrimoniales (activo, pasivo y patrimonio) de las empresas para la serie temporal 2007-2011. Los resultados se muestran a continuación:



## Composición de la estructura de inversión

### **Estructura de inversión promedio para el período 2007-2011.**

Según el Cuadro 11, las cabañas turísticas objeto de estudio, poseen una *estructura de inversión promedio* de 43,1% de activo circulante y 56,9% de activo inmovilizado. De la *totalidad de activos* de las cabañas turísticas, las partidas más significativas son la *propiedad, planta y equipos* (47,3%) y el *disponible* (36,4%); seguidamente, se encuentran en menor proporción, las partidas: *otros activos* (9,4%), *gastos pagados por anticipado* (3,9%), *cuentas por cobrar comerciales* (1,5%), *otras cuentas por cobrar* (1,3%) y *cargos diferidos* (0,2%). Respecto a la partida *realizables*, no hubo registro durante el período analizado.

### **Cuadro 11**

#### **Estructura de inversión promedio para el período 2007 - 2011**

<b>Proporción de activos (%)</b>	<b>Promedio</b>	<b>Desviación Estándar</b>
<b>Activo circulante:</b>	<b>43,1%</b>	
Disponible	36,4%	5,3%
Cuentas por cobrar comerciales	1,5%	2,1%
Otras cuentas por cobrar <sup>a</sup>	1,3%	2,2%
Realizables	0,0%	0,0%
Gastos pagados por anticipado	3,9%	3,0%
<b>Activo inmovilizado:</b>	<b>56,9%</b>	
Propiedad, planta y equipo	47,3%	9,7%
Cargos diferidos <sup>b</sup>	0,2%	0,2%
Otros activos <sup>c</sup>	9,4%	9,9%
<b>Total Activo (%)</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

*Nota.* Resultado de aplicación de la matriz de registro

Es importante mencionar que en el Cuadro 11, las partidas: (a) *otras cuentas por cobrar*, agrupa las cuentas por cobrar a empleados, cuentas por cobrar a accionistas y otras cuentas por cobrar; (b) *cargos diferidos*, engloba

los gastos de organización y las mejoras e instalaciones y; (c) *otros activos* comprende instalaciones en construcción y remodelación.

**Estructura de inversión por período económico.** Un análisis detallado de la estructura de inversión a lo largo del período 2007-2011 (ver Cuadro 12), muestra que la *propiedad, planta y equipo* representa la porción más importante al inicio de la serie (año 2007) al situarse en 39,6% de la totalidad de los activos. En los años subsiguientes, estos activos irán incrementándose –excepto 2009 – hasta alcanzar en el año 2011, el 53,8%.

## Cuadro 12

### Análisis vertical de las proporciones del activo de las Cabañas Turísticas del Municipio Santos Marquina del Estados Mérida

Proporción de activos (%)	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Activo circulante:</b>					
Disponible	35,0%	43,9%	39,2%	33,9%	30,2%
Cuentas por cobrar comerciales	0,1%	0,0%	4,2%	0,0%	3,3%
Otras cuentas por cobrar	0,1%	0,0%	0,0%	1,3%	5,0%
Realizables	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gastos pagados por anticipado	1,6%	0,3%	5,7%	4,1%	7,7%
<b>Activo inmovilizado:</b>					
Propiedad, planta y equipo	39,6%	44,1%	38,2%	60,7%	53,8%
Cargos diferidos	0,1%	0,5%	0,3%	0,0%	0,0%
Otros activos	23,6%	11,3%	12,4%	0,0%	0,0%
<b>Total Activo (%)</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

*Nota.* Resultado de aplicación de la matriz de registro

En cuanto al *disponible*, éste representa la segunda porción de activo más importante de las cabañas turísticas. En 2007, esta partida comprendió el 35% de los activos totales, alcanzó su nivel más alto en 2008 con 43,9% y decreció en los años subsiguientes, hasta alcanzar en 2011, el 30,2% (ver Cuadro 12). Esta cuenta del activo junto con la *propiedad planta y equipo* alcanzan a lo largo del período 2007-2011 más del 70% de los activos totales

(74,5% en 2007, 88,0% en 2008, 77,4% en 2009, 94,6% en 2010 y 84,0% en 2011).

La partida *otros activos*, presenta un comportamiento decreciente al pasar de 23,6% en 2007 a 12,4% en 2009. Para los años 2010 y 2011, las empresas no registraron montos en esta partida. Este comportamiento se debe a que la partida *otros activos*, incluye la construcción y remodelación de las instalaciones destinadas a la prestación del servicio, las cuales entre el período 2007–2009, se encontraban en proceso de construcción y acondicionamiento; una vez concluida esa etapa, en 2010 fueron puestas en funcionamiento, a partir de ese momento pasan a formar parte de la cuenta *propiedad, planta y equipo*.

En relación a los rubros del activo: *gastos pagados por anticipado, cuentas por cobrar comerciales, otras cuentas por cobrar y cargos diferidos* se observan participaciones muy pequeñas durante el período analizado, así como inexistencia de *activos realizables (inventarios y suministros)*.

www.bdigital.ula.ve

### **Composición de la estructura de financiamiento**

#### ***Estructura de financiamiento promedio para el período 2007-2011.***

De acuerdo a los resultados presentados en el Cuadro 13, las cabañas turísticas estudiadas mantienen en *promedio* dentro de su *estructura de financiamiento* un 46% de pasivos (9,5% de pasivo circulante, 36,2% de pasivo a largo plazo y 0,3% de crédito diferido) y un 54% de recursos propios (patrimonio). Al desglosar la *estructura de financiamiento promedio*, las partidas que más destacan son: el *patrimonio* (54%), las *obligaciones financieras a largo plazo* (19%) y la *cuenta por pagar a accionistas/propietarios* (12,6%). Seguidamente, en menor proporción están las cuentas: *cuentas por pagar comerciales* (4,5%); *otros pasivos a largo plazo* (4,4%); *otras cuentas por pagar* (3,1%); *impuestos, gravámenes y tasas* (1,6%); *crédito diferido* (0,3%); *cuentas por pagar a terceros* (0,2%),

*obligaciones financieras a corto plazo (0,1%); efecto por pagar (0,1%); obligaciones laborales (0,1%).*

### **Cuadro 13**

#### **Estructura de financiamiento promedio para el período 2007 - 2011**

<b>Proporción del pasivo y patrimonio (%)</b>	<b>Promedio</b>	<b>Desviación Estándar</b>
<b>Pasivo circulante:</b>	<b>9,5%</b>	
Obligaciones financieras a corto plazo	0,1%	0,2%
Cuentas por pagar comerciales	4,5%	3,0%
Otras cuentas por pagar	3,1%	4,4%
Efecto por pagar	0,1%	0,3%
Impuestos, gravámenes y tasas	1,6%	0,8%
Obligaciones laborales	0,1%	0,1%
<b>Pasivo a largo plazo:</b>	<b>36,2%</b>	
Obligaciones financieras a largo plazo	19,0%	3,8%
Cuentas por pagar accionistas/propietarios	12,6%	2,9%
Cuentas por pagar a terceros	0,2%	0,3%
Otros pasivos a largo plazo	4,4%	5,0%
<b>Crédito diferido:</b>	<b>0,3%</b>	
Crédito diferido	0,3%	0,3%
<b>Patrimonio:</b>	<b>54,0%</b>	
Patrimonio	54,0%	3,4%
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

*Nota.* Resultado de aplicación de la matriz de registro

**Estructura de financiamiento por período económico.** El Cuadro 14 describe en detalle la composición de la estructura de financiamiento de las cabañas turísticas para la serie temporal 2007-2011. En él se puede apreciar que de la totalidad de fondos manejados por las empresas, la porción más importante proviene del *patrimonio*, el cual representa -excepto para el año 2008- más del 50% de la totalidad del pasivo y patrimonio.

#### Cuadro 14

### Análisis vertical de las proporciones del pasivo y patrimonio de las Cabañas Turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida

Proporción del pasivo y patrimonio (%)	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Pasivo circulante:</b>					
Obligaciones financieras a corto plazo	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cuentas por pagar comerciales	2,0%	2,8%	9,7%	4,1%	4,1%
Otras cuentas por pagar	6,6%	9,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Efecto por pagar	0,0%	0,0%	0,6%	0,0%	0,0%
Impuestos, gravámenes y tasas	2,6%	2,3%	0,7%	1,5%	0,9%
Obligaciones laborales	0,0%	0,0%	0,2%	0,2%	0,1%
<b>Pasivo a largo plazo:</b>					
Obligaciones financieras a largo plazo	15,4%	24,6%	20,8%	15,8%	18,2%
Cuentas por pagar accionistas/propietarios	17,3%	11,5%	11,7%	9,6%	12,9%
Cuentas por pagar a terceros	0,6%	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%
Otros pasivos a largo plazo	0,0%	0,1%	2,2%	10,2%	9,5%
<b>Crédito diferido:</b>					
Crédito diferido	0,0%	0,1%	0,7%	0,3%	0,4%
<b>Patrimonio:</b>					
Patrimonio	55,1%	49,0%	53,3%	58,4%	54,1%
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

*Nota.* Resultado de aplicación de la matriz de registro

Seguidamente, se encuentran las *obligaciones financieras a largo plazo*. Esta cuenta del pasivo a largo plazo, constituye la segunda fuente de recursos financieros más importante para las cabañas turísticas. En 2007, comprendió el 15,4% del total del pasivo y patrimonio, alcanzó su nivel más alto en 2008 con 24,6% y finalmente se ubicó en 2011 en 18,2%.

Como tercera fuente de financiamiento, están los préstamos otorgados por los accionistas o propietarios a la empresa, es decir, las *cuentas por*

*pagar accionistas/propietarios*. Esta cuenta decreció de 17,3% en 2007 a 12,9% en 2011.

Respecto a las partidas *cuentas por pagar comerciales, otros pasivos a largo plazo y otras cuentas por pagar*, éstas presentaron comportamientos crecientes. Las *cuentas por pagar comerciales*, incrementaron de 2,0% en 2007 a 9,7% en 2009 y posteriormente se ubicó en 4,1% en 2011. En cuanto a los *otros pasivos a largo plazo*, en 2008 representó el 0,1% del total de pasivo y patrimonio, alcanzó su nivel más alto en 2010 con 10,2% y en 2011 decreció a 9,5%. Las *otras cuentas por pagar*, incrementaron en 2007 de 6,6% a 9,1% en 2008.

Los *impuestos, gravámenes y tasas*, decrecieron a lo largo del período en estudio, al pasar de 2,6% en 2007 a 0,9% en 2011.

En relación a las partidas *crédito diferido, cuentas por pagar a terceros, obligaciones financieras a corto plazo, efectos por pagar y obligaciones laborales*. Se observan participaciones muy pequeñas -y en muchos casos nulas- entre los años 2007 y 2011.

### **Fuentes de financiamiento empleadas en las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida**

Este apartado, según el tercer objetivo de investigación, distingue las fuentes de financiamiento empleadas por las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida. Para tal fin, como se explicó en el Capítulo III, se procedió a encuestar los gerentes/propietarios de 9 cabañas turísticas del municipio en estudio, y de ellos se alcanzó a obtener la información sobre los *tipos de instrumentos de financiamiento* utilizados en las cabañas turísticas y las *características* de algunos de ellos.

## **Instrumentos de financiamiento**

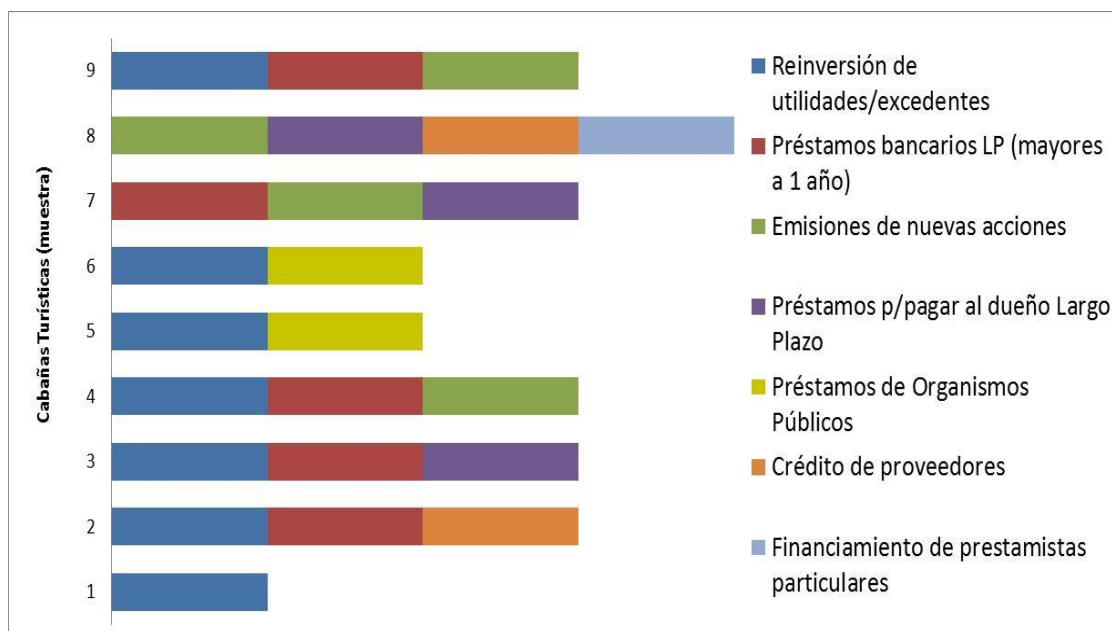
De acuerdo a los resultados obtenidos de la pregunta de selección múltiple “tipo de instrumentos de financiamiento que utiliza la empresa”, los gerentes/propietarios de las cabañas analizadas, indicaron que al momento de financiar sus actividades de inversión y/o capital de trabajo (ver Gráfico 5), emplean con mayor frecuencia los recursos provenientes de las *utilidades/excedentes del negocio* (7 cabañas). Seguidamente se encuentran los *préstamos bancarios mayores a un año* (5 cabañas), la *emisión de nuevas acciones* (4 cabañas), los *préstamos por pagar al dueño del negocio en el largo plazo* (3 cabañas) y otros modos de financiarse como: los *préstamos de organismos públicos* (2 cabañas), *crédito de proveedores* (2 cabañas) y *financiamiento de prestamistas particulares* (1 cabaña). Cabe destacar que los resultados del Gráfico 5, no son excluyentes, esto quiere decir que los gerentes/propietarios de las cabañas turísticas de la muestra, utilizan de manera simultánea los instrumentos financieros ya mencionados. El Gráfico 6 detalla esta situación para cada uno de los elementos que integran la muestra (cabañas).

**Gráfico 5. Instrumentos de financiamiento empleados en las Cabañas Turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida**



*Nota.* Elaborado con datos recolectados de la aplicación del cuestionario.

**Gráfico 6. Instrumentos de financiamiento empleados por caso de estudio**



Nota. Elaborado con datos recolectados de la aplicación del cuestionario.

[www.bdigital.ula.ve](http://www.bdigital.ula.ve)

### **Características del financiamiento empleado por las Cabañas Turísticas del Municipio Santos Marquina**

**1. Financiamiento con recursos a corto plazo.** De acuerdo a los resultados obtenidos en la encuesta, las cabañas turísticas que se benefician del crédito de sus proveedores (2 cabañas), lo hacen en un tiempo promedio de 1 semana, sin recibir descuentos por pronto pago y en el rubro alimentos.

**2. Financiamiento con recursos a largo plazo.** Respecto a las cabañas que recibieron, en los últimos diez (10) años, financiamiento a largo plazo, los Cuadros 15 y 16 muestran las características de los préstamos obtenidos a través de la banca y organismos públicos.

De acuerdo a los resultados presentados en el Cuadro 15, 5 cabañas de las 9 cabañas turísticas encuestadas recibieron financiamiento bancario



entre los años 2006 y 2011, los cuales fueron por un monto que oscila entre los 30.000 y 100.000 bolívares. La tasa de interés a la que se prestó el dinero se encuentra ubicada entre el 12% y 19%.

### **Cuadro 15**

#### **Características de los préstamos bancarios mayores a un año otorgados a las Cabañas Turísticas**

<b>Cod. de las Cabañas encuestadas</b>	<b>Año en que recibió financiamiento</b>	<b>Monto recibido (Bs)</b>	<b>Tasa de interés</b>	<b>Institución bancaria</b>
2	2008	180.000	19%	Bancaribe
3	2006	No respondió	No respondió	No respondió
4	2009	30.000	No conoce	No respondió
7	2009	1.000.000	16%	Bicentenario
9	2011	400.000	12%	Del Sur

*Nota.* Resultado de aplicación del cuestionario

Respecto al financiamiento otorgado por los organismos públicos, el Cuadro 16, muestra que 2 cabañas de las 9 cabañas turísticas encuestadas recibieron financiamiento a través de este tipo de instituciones: (a) la cabaña turística codificada con el N° 5, la cual que recibió en el año 2006 del INAPYMI, un financiamiento por 340.000 bolívares y; (b) la cabaña codificada con el N° 6 que recibió en el año 2004 del FOMDES, un financiamiento por 6.000 bolívares.

### **Cuadro 16**

#### **Características de los préstamos de organismos públicos otorgados a las Cabañas Turísticas**

<b>Cod. de las Cabañas encuestadas</b>	<b>Año en que recibió financiamiento</b>	<b>Monto recibido (Bs)</b>	<b>Tasa de interés</b>	<b>Organismo Público</b>
5	2006	340.000	0%	INAPYMI
6	2004	6.000	No conoce	FOMDES

*Nota.* Resultado de aplicación del cuestionario

**3. Financiamiento con recursos propios.** Por financiamiento con recursos propios, los resultados del cuestionario, identificaron dos (02) tipos: la *reversión de utilidades/excedentes* y la *aportación de los propietarios*. A continuación, se procede a describir cada uno.

**-Reversión de las utilidades/excedentes.** Tal como se mostró en el Gráfico 5 -de las 9 cabañas turísticas encuestadas- 7cabañas turísticas *reinverten sus utilidades/excedentes*. De este grupo, 6 reinvierten un 100% de las utilidades/excedentes y 1 cabaña el 20% (ver Cuadro 17).

### Cuadro 17

#### Porcentaje promedio de la inversión de las utilidades/excedentes

Porcentaje promedio de inversión	Frecuencia	Porcentaje
100%	6	86%
20%	1	14%
<b>Total</b>	<b>7</b>	<b>100%</b>

*Nota.* Resultado de aplicación del cuestionario

En cuanto al *propósito de la inversión de las utilidades/excelente*, los resultados de la pregunta de selección múltiple muestran que las 7 cabañas (ver Gráfico 7), en su mayoría, emplean estos recursos para realizar inversiones de capital: *adquisición de equipos* (7 cabañas) y *remodelación de la edificación* (6 cabañas). Entre otros propósitos, se encuentran *comprar insumos o materiales* (5 cabañas), *pagar nómina* (4 cabañas), *realizar mantenimiento de las instalaciones y mobiliario* (2 cabañas), *pagar compromisos con los proveedores* (2 cabañas).

**Gráfico 7. Propósito de la reinversión de las utilidades/excedentes**



*Nota.* Elaborado con datos recolectados de la aplicación del cuestionario.

**-Aportación de los propietarios.** Respecto a la aportación de los propietarios, el Cuadro 18 indica que 5 de las 9 cabañas encuestadas *afirmaron haber recibido aportes de sus propietarios*. De esta totalidad, 2 los recibieron como una *ampliación de capital*, 1 como un *préstamo por pagar al propietario en el largo plazo* y 2 los recibieron simultáneamente como *ampliación de capital y préstamo por pagar al propietario en el largo plazo* (ver Gráfico 8)

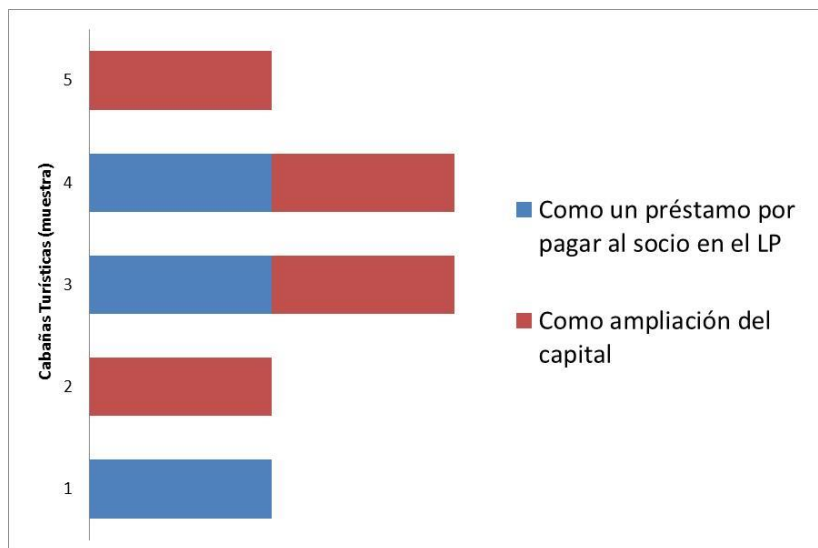
**Cuadro 18**

**Cabañas Turísticas que recibieron fondos o recursos de sus dueños**

¿Los propietarios aportaron fondos o recursos propios a la empresa?	Frecuencia	Porcentaje
Sí	5	56%
No	4	44%
<b>Total (n)</b>	<b>9</b>	<b>100%</b>

*Nota.* Resultado de aplicación del cuestionario

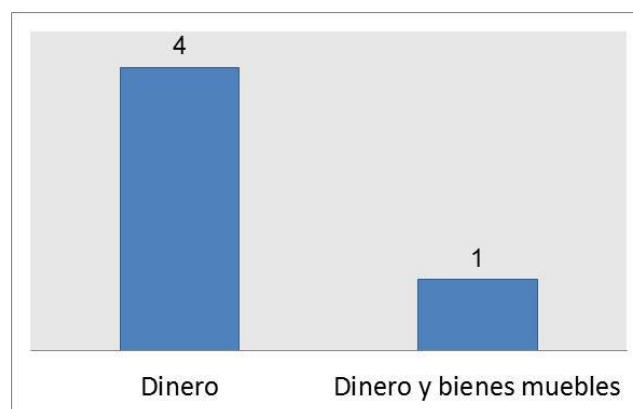
**Gráfico 8. Modalidad bajo la cual las cabañas turísticas recibieron la aportación de los propietarios**



*Nota.* Elaborado con datos recolectados de la aplicación del cuestionario.

Respecto al *tipo de recursos* que recibieron las cabañas turísticas de sus propietarios, 4 cabañas turísticas recibieron la aportación en *dinero* y 1 la recibió en *dinero y bienes muebles* (ver Gráfico 9).

**Gráfico 9. Tipo de recursos que recibieron las cabañas turísticas de sus propietarios**



*Nota.* Elaborado con datos recolectados de la aplicación del cuestionario.

**Costo de capital de la estructura de financiamiento en las cabañas  
turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida para los  
años 2007, 2008, 2009, 2010 y 2011**

Este apartado presenta los resultados correspondientes al cuarto objetivo de investigación, el cual plantea determinar el costo de capital de la estructura de financiamiento en las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida para los años 2007, 2008, 2009, 2010 y 2011. Para tal fin, se procedió en una primera etapa a establecer los *tipos de interés* a utilizar en el cómputo del costo de capital. Seguidamente, se calcularon, en una segunda etapa, las *ponderaciones de las fuentes de financiamiento* en la estructura de financiamiento de las cabañas turísticas que constituyen la muestra. Los datos empleados en esta etapa, son los mismos utilizados en la descripción presentada en el Objetivo N° 2, los cuales, tal como se muestra en el Cuadro 19, corresponden a la información financiera de 6 cabañas turísticas del Municipio en estudio.

**Cuadro 19**

**Cabañas Turísticas a las que se pudo acceder a su información financiera**

<b>Acceso a la información financiera</b>	<b>Nº de Cabañas</b>
Sí	6
No	3
<b>Total (n)</b>	<b>9</b>

*Nota.* Elaborado por la autora

Finalmente, en una tercera etapa se determinó -a partir de la información presentada en los Cuadro 20 y 21- el costo de cada fuente de financiación y el costo promedio ponderado de capital (CPPC) de la

estructura de financiamiento de las cabañas turísticas objeto de análisis en tres (03) escenarios distintos:

- Escenario N° 1. Destaca el cálculo del costo de los recursos prestados por el dueño de la cabaña turística (cuentas por pagar accionistas/propietarios) y el patrimonio con la *tasa pasiva* para el período 2007 – 2011.
- Escenario N° 2. Toma como base de cálculo la *tasa de inflación anual* para el cómputo de los costos de los recursos prestados por el dueño de la cabaña turística y el patrimonio.
- Escenario N° 3. Este escenario establece para el cálculo de los CPPC una *tasa equivalente a cero* para el cómputo del costo de los recursos prestados por el dueño y la *tasa de inflación anual* para el cálculo del costo del patrimonio.

Una vez descrito el procedimiento a seguir. A continuación se presenta los resultados:

### ***Tipos de interés aplicado al cálculo del costo de capital***

Los tipos de interés representan *el precio*, expresado en porcentaje, que deben pagar las empresas por usar las diferentes *formas de financiación*. El Cuadro 20, explica -a partir de la *clasificación de cuentas organizadas en la estructura de financiamiento del Objetivo N° 2*- los criterios empleados en la selección de los tipos de interés aplicados en el cómputo del costo de capital. La selección del tipo de interés, se realizó a partir de la información recolectada en los instrumentos (cuestionario y matriz de registro), informes estadísticos publicados por el Banco Central de Venezuela (BCV) y fundamentación teórica desarrollada en el Capítulo II.

## Cuadro 20

Criterios empleados en la selección del tipo de interés aplicado en el cómputo del costo de capital de la estructura de financiamiento en las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida, período 2007-2011

Estructura de financiamiento	Tipo de interés aplicado
<p><b>1. Pasivo circulante</b></p> <p><b>1.1. Financiamiento espontáneo</b> También conocido como pasivo sin costo explícito. Este tipo de financiamiento <u>no tiene un costo</u> en forma explícita y/o fácilmente cuantificable. Incluye las partidas del pasivo: (a) cuentas por pagar comerciales, (b) otras cuentas por pagar, (c) impuestos, gravámenes y tasas, y (d) obligaciones laborales.</p>	<p>De acuerdo a los resultados presentados en el Objetivo N° 3, los proveedores de las cabañas turísticas no ofrecen descuento por pronto pago; en consecuencia, el costo de las <b>cuentas por pagar comerciales</b>, equivale a cero.</p> <p>En cuanto a las partidas: <b>impuestos, gravámenes y tasas</b>, y <b>obligaciones laborales</b>, estas son obligaciones que – siempre y cuando se paguen en el tiempo estipulado – proporcionan a la empresa un financiamiento <i>libre de intereses</i> (costo cero); caso contrario, generan intereses de mora.</p> <p>Respecto a la partida <b>otras cuentas por pagar</b>, los estados financieros analizados no esclarecieron los conceptos ahí registrados; entre ellos, el costo asociado. Bajo esta situación, se tomó la decisión de igualar su costo a cero.</p>

*Nota.* Cuadro elaborado a partir de los resultados obtenidos de la aplicación del cuestionario y matriz de registro.

**Cuadro 20 (cont.)**

Estructura de financiamiento	Tipo de interés aplicado
<b>1. Pasivo circulante</b>	
<p><b>1.2. Financiamiento negociado a Corto Plazo</b>            Su costo está sujeto a las circunstancias del mercado financiero. Incluye las partidas: (a) obligaciones financieras a corto plazo y (b) efecto por pagar.</p>	<p>Los gerentes/propietarios no ofrecieron información que permitieran conocer el interés pagado por el uso de estos fondos. Ante el vacío informativo que genera esta situación, se tomó la decisión de aplicar las tasas publicadas por el BCV, para el período 2007 - 2011. A continuación se mencionan cada una:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Obligaciones financieras a corto plazo.</b> Promedio ponderado de las tasas interés anual cobradas por la banca universal y comercial en <i>pagarés, préstamos y descuentos</i> para el período 2007 – 2011.</li> <li>- <b>Efectos por pagar.</b> Tasas de interés cobradas por la banca universal y comercial en <i>pagarés</i> para el período 2007 – 2011.</li> </ul>
<b>2. Pasivo a largo plazo</b>	
<p><b>2.1. Financiamiento con recursos ajenos</b>            Son fondos prestados por <i>personas no vinculadas</i> a la empresa. Se distingue entre financiamiento bancario y no bancario. Incluye las partidas: (a) obligaciones financieras a largo plazo, (b) cuentas por pagar a terceros y (c) otros pasivos a largo plazo.</p>	<p><b>Obligaciones financieras a largo plazo (LP).</b> De acuerdo a la información obtenida en el trabajo de campo, se conoció que de las seis (06) cabañas turísticas a las que se tuvo acceso a su información financiera, los dueños emplean en su mayoría los préstamos bancarios a LP y, dentro de esta categoría de préstamos, los que van dirigidos a financiar exclusivamente las actividades del sector turístico. En ese orden de ideas, para tener mayor certeza del tipo de interés a aplicar en el cálculo del costo de capital de las obligaciones financieras a largo plazo, se tomaron como referencia las tasas de interés publicadas por el BCV:</p>

*Nota.* Cuadro elaborado a partir de los resultados obtenidos de la aplicación del cuestionario y matriz de registro.



## Cuadro 20 (cont.)

Estructura de financiamiento	Tipo de interés aplicado
<b>2. Pasivo a largo plazo</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Tasas de interés cobradas por la banca universal y comercial en <i>préstamos hipotecarios</i>.</li><li>- Tasas de interés aplicables a las <i>operaciones crediticias destinadas al sector turístico</i> correspondientes al período 2007 – 2011.</li></ul>
<b>2.1. Financiamiento con recursos ajenos</b> Son fondos prestados por <i>personas no vinculadas</i> a la empresa. Se distingue entre financiamiento bancario y no bancario. Incluye las partidas: (a) obligaciones financieras a largo plazo, (b) cuentas por pagar a terceros y (c) otros pasivos a largo plazo.	<b>Cuentas por pagar a terceros y Otros pasivos a largo plazo.</b> Los estados financieros analizados y la encuesta realizada a los propietarios/gerentes no revelaron suficiente información sobre el <i>costo asociado</i> a este tipo de pasivos. En tal sentido, se decidió igualar el costo a cero.
<b>2.2. Cuentas por pagar accionistas/propietarios</b> De acuerdo a la clasificación encontrada en los balances generales de las empresas estudiadas, se trata de un pasivo a largo plazo integrado por <i>recursos financieros aportados por los dueños</i> de las cabañas turísticas. Este tipo de financiación se caracteriza por ser <i>flexible</i> y presentar <i>bajos – o nulos – costos de transacción</i> . Aquí el dueño, por ser en la mayoría de los casos estudiados, el administrador de la cabaña turística, posee información privilegiada sobre el destino de los recursos dados en préstamo y el desempeño de su empresa dentro de mercado.	El estudio de campo y la revisión de los estados financieros, no revelaron suficiente información sobre el tipo de interés pagado por el uso de los recursos prestados por el dueño(s) de la cabaña turística. Bajo estas circunstancias, se consideró establecer, con las tasas publicadas por el BCV, tres (03) escenarios para determinar el costo de esta modalidad de financiación.  - <b>Escenario N°1: cálculo del costo de los recursos prestados por el dueño de la cabaña turística, con la tasa pasiva</b> Dado que el <i>ahorro</i> es uno de los mecanismos financieros más comunes para obtener beneficios sobre el dinero ocioso, se decidió emplear como referente inmediato, las tasas pasivas pagadas por la banca durante el período 2007 - 2011. Para tal fin, se empleó en

*Nota.* Cuadro elaborado a partir de los resultados obtenidos de la aplicación del cuestionario y matriz de registro.

**Cuadro 20 (cont.)**

Estructura de financiamiento	Tipo de interés aplicado
<p><b>2. Pasivo a largo plazo</b></p> <p><b>2.2. Cuentas por pagar accionistas/propietarios</b> De acuerdo a la clasificación encontrada en los balances generales de las empresas estudiadas, se trata de un pasivo a largo plazo integrado <i>por recursos financieros aportados por los dueños</i> de las cabañas turísticas. Este tipo de financiación se caracteriza por ser <i>flexible</i> y presentar <i>bajos – o nulos – costos de transacción</i>. Aquí el dueño, por ser en la mayoría de los casos estudiados, el administrador de la cabaña turística, posee información privilegiada sobre el destino de los recursos dados en préstamo y el desempeño de su empresa dentro de mercado.</p>	<p>2007 - 2011. Para tal fin, se empleó en el presente estudio el <i>Promedio ponderado de las tasas de interés pagadas por la banca universal y comercial por depósitos de ahorro, depósitos en cuenta corriente remunerada, depósito a plazo fijo y otros instrumentos</i>.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– <b>Escenario N° 2: cálculo del costo de los recursos prestados por el dueño de la cabaña, con la tasa de inflación anual</b> En contextos inflacionarios, las personas tienden a buscar entre las diversas alternativas de inversión, aquella que <i>como mínimo</i> les garantice mantener el poder adquisitivo de su dinero. Dentro de estas alternativas, el presente estudio identificó los préstamos de fondos otorgados por el propietario de la cabaña turística; quien ve la empresa como la oportunidad de inversión más inmediata para proteger su dinero de la devaluación.</li> <li>– <b>Escenario 3. Financiamiento con un costo equivalente a cero (0)</b> Este escenario contempla las situaciones en las que el dueño, como una forma de cubrir las necesidades <i>inmediatas</i> de fondo de su empresa, da en calidad de préstamo una cantidad de dinero con la esperanza de que se le retribuya <i>sólo el principal</i> y/o las expectativas de convertir ese préstamo en <i>mayor participación dentro de la empresa</i> (vía incremento de patrimonio). De ser éste el planteamiento, las <i>cuentas por pagar accionistas/propietarios</i> se convierten en un financiamiento espontáneo o sin costo explícito, cuyo costo equivale a cero.</li> </ul>

*Nota.* Cuadro elaborado a partir de los resultados obtenidos de la aplicación del cuestionario y matriz de registro.

**Cuadro 20 (cont.)**

<b>Estructura de financiamiento</b>	<b>Tipo de interés aplicado</b>
<b>3. Crédito diferido</b>	
<b>3.1. Crédito diferido</b>	
<p>Se trata de una cuenta del balance general que refleja un ingreso referido a varios períodos económicos. En el balance general, el crédito diferido <u>refleja el monto percibido más no causado</u>, pues el monto causado se va registrando como ingreso en el estado de resultados a medida que se va amortizando durante cada período sucesivo. (Contreras de Ussher, 2005, p.73)</p>	<p>De acuerdo a la información presentada en los balances generales de las cabañas turísticas estudiadas, el crédito diferido lo integra la partida <i>depósitos en garantía</i>. Esta partida consta de un anticipo de dinero que la empresa recibe del cliente como garantía de disfrute del servicio, a futuro.</p> <p>Los depósitos en garantía, proporcionan a la empresa un financiamiento libre de intereses (costo cero).</p>
<b>4. Patrimonio</b>	
<b>4.1. Patrimonio</b> <p>En líneas generales, se refiere a todo derecho o participación que tiene una persona dentro de una propiedad. El patrimonio visto como una alternativa de financiación, agrupa todos los aportes de fondos, o de capital, realizados por el o los dueños de la cabaña turística.</p>	<p>Dado que el patrimonio es una alternativa de financiación que -bajo el principio de empresa en marcha- se mantiene a perpetuidad; el propietario de la cabaña turística, se encuentra en la obligación de velar porque el negocio genere el <i>rendimiento financiero mínimo necesario</i> para cubrir las expectativas que se tienen sobre el uso del patrimonio en la empresa.</p> <p>Puesto que durante el desarrollo de la investigación, no se dispuso de información pormenorizada sobre las variables involucradas en los modelos descritos en el Marco Teórico, se tomó la decisión de realizar el mismo procedimiento de cálculo de costo que se hizo en las cuentas por pagar accionistas/propietarios, el cual consistió en tomar las tasas publicadas por el BCV para el período en estudio (2007 – 2011) y plantear tres (03) escenarios.</p>

*Nota.* Cuadro elaborado a partir de los resultados obtenidos de la aplicación del cuestionario y matriz de registro.

Cuadro 20 (cont.)

Estructura de financiamiento	Tipo de interés aplicado
<p><b>4. Patrimonio</b></p> <p><b>4.1. Patrimonio</b>            En líneas generales, se refiere a todo derecho o participación que tiene una persona dentro de una propiedad. El patrimonio visto como una alternativa de financiación, agrupa todos los aportes de fondos, o de capital, realizados por el dueño de la cabaña turística.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li data-bbox="711 422 1421 926"> <p>– <b>Escenario N°1: cálculo del costo del patrimonio, con la tasa pasiva</b>                La tasa pasiva, representa el <i>costo de oportunidad</i> que tiene el dueño de la cabaña turística de mantener su dinero invertido en la empresa y <i>no ahorrado</i> en la banca. Para el cálculo del costo del patrimonio, en el presente estudio, se empleó como referente el <i>Promedio ponderado de las tasas de interés pagadas por la banca universal y comercial por depósitos de ahorro, depósitos en cuenta corriente remunerada, depósito a plazo fijo y otros instrumentos, para el período 2007 – 2011.</i></p> </li> <li data-bbox="711 972 1421 1444"> <p>– <b>Escenario N°2: cálculo del costo del patrimonio, con la tasa de inflación anual</b>                Ante los desequilibrios económicos originados por el alza del nivel general de precios, cuyo efecto inmediato se ve reflejado en la pérdida del poder adquisitivo de la moneda, se consideró emplear para el cálculo del costo del patrimonio, la tasa de inflación anual. Esta tasa representa la retribución monetaria que como <i>mínimo</i> debería generar la cabaña turística para que el dueño mantenga su inversión en la empresa y protegerla de las sucesivas devaluaciones.</p> </li> <li data-bbox="711 1486 1421 1732"> <p>– <b>Escenario N°3: cálculo del costo del patrimonio, con la tasa de inflación anual</b>                Al igual que en el Escenario N° 2, en el Escenario N° 3 se empleó -para el cálculo del costo del patrimonio- la tasa de inflación anual publicada por el BCV para el período en estudio.</p> </li> </ul>

*Nota.* Cuadro elaborado a partir de los resultados obtenidos de la aplicación del cuestionario y matriz de registro.

Una vez descritos los criterios que fundamentan la selección de los tipos de interés aplicados en el cálculo del costo de cada fuente de financiación, y el respectivo costo de la estructura de financiamiento de las cabañas objeto de estudio. A continuación, se presenta en el Cuadro 21 las distintas tasas publicadas por el Banco Central de Venezuela (BCV) para el período 2007 - 2011.

### **Cuadro 21**

#### **Promedio anual de los tipos de interés aplicables al cálculo del costo de capital en la estructura financiera de las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida para el período 2007 – 2011**

<b>Tipo de interés anual</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
Tasas de interés activa <sup>a</sup>	17,3%	23,2%	20,5%	18,2%	17,4%
Tasas de interés aplicables a las operaciones crediticias destinadas al sector turístico	13,8%	17,2%	15,8%	13,0%	10,8%
Tasas de interés cobradas en préstamos hipotecarios (Banca comercial y universal)	17,1%	22,3%	19,7%	18,3%	17,0%
Tasas de interés cobradas en pagarés (Banca comercial y universal)	17,5%	24,1%	21,3%	18,0%	17,7%
Tasas de interés pasiva <sup>b</sup>	8,3%	13,2%	12,8%	12,3%	12,4%
Tasa de inflación anual	22,5%	30,9%	25,1%	27,2%	27,6%
Impuesto Sobre la Renta (ISLR) <sup>c</sup>	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%

*Nota.* Datos tomados de *Informes estadísticos* del Banco Central de Venezuela y *Estados de resultados* de las Cabañas Turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida para los años 2007, 2008, 2009, 2010 y 2011.

<sup>a</sup>Promedio cobrado en pagarés, préstamos y descuentos. <sup>b</sup>Promedio pagado por depósitos de ahorro, depósitos en cuenta corriente remunerada, depósito a plazo fijo y otros instrumentos. <sup>c</sup>Información tomada de los estados de resultados de las cabañas sujetas a estudio.

### ***Determinación del costo de capital de la estructura de financiamiento***

Para el cómputo del costo de capital de la estructura de financiamiento de las cabañas turísticas objeto de análisis, se procedió a realizar los siguientes pasos:

- **Paso N°1: cálculo del costo ponderado individual de la fuente de financiación.** Ya establecidos los *tipos o tasas de interés* a aplicar en las distintas fuentes de financiación empleadas por las cabañas turísticas -durante el período de análisis-, se procedió a determinar su costo ponderado individual a partir de la siguiente expresión matemática:

$$\begin{array}{l} \text{Costo} \\ \text{Ponderado} \\ \text{individual de} \\ \text{la fuente de} \\ \text{financiación} \end{array} = \begin{array}{l} \text{Ponderación} \\ \text{de la fuente} \\ \text{dentro de la} \\ \text{estructura de} \\ \text{financiamiento} \end{array} \times \begin{array}{l} \text{Tipo} \\ \text{de} \\ \text{interés} \\ \text{anual} \end{array} \times \begin{array}{l} \text{Ahorro} \\ \text{fiscal} \end{array}$$

Las *ponderaciones de las fuentes dentro de la estructura de financiamiento* de las cabañas turísticas objeto de análisis, fueron calculadas previamente para la presentación de los resultados correspondientes al Objetivo N° 2 (ver Anexos E). Respecto, a la tasa impositiva aplicada para el cálculo del *Ahorro fiscal* ( $1 - t$ ), la revisión de los estados de resultados de las cabañas turísticas, dieron a conocer que ésta equivale en promedio al 15%.

El ahorro fiscal ( $1 - t$ ) se aplicó a aquellas partidas del pasivo de las cabañas turísticas que se benefician del *escudo fiscal*. En el caso de la presente investigación, éstas corresponden a las obligaciones financieras a corto plazo, los efectos por pagar, las obligaciones financieras a largo plazo, las cuentas por pagar a terceros y otros pasivos a largo plazo y, las cuentas por pagar accionistas/propietarios.

- **Paso N°2: cálculo del costo de capital de la estructura de financiamiento.** Es el *costo promedio ponderado de capital (CPPC)* y su resultado proviene de la suma de todos -incluyendo los pasivos circulantes- los costos ponderados individuales de las fuentes de financiación utilizadas por las cabañas durante el período en estudio.

Una vez descritos los pasos empleados para el cómputo del costo de capital de la estructura de financiamiento de las cabañas estudiadas, se pasa a explicar con un caso representativo (Cabaña N° 8) la manera como fueron calculados los costos; después de ello, se presentarán los resultados generales del estudio de investigación.

#### ***Costo de capital de la estructura de financiamiento de la Cabaña N° 8 para el período 2007-2011 (caso representativo)***

Se escogió la Cabaña codificada como N° 8, por ser una de las empresas que mantienen dentro de su estructura de financiamiento, el mayor número de partidas descritas en el Cuadro 20. A continuación se muestran los resultados obtenidos:

**Escenario N° 1.** Se construyó con datos provenientes de los estados financieros de la Cabaña N° 8, e información presentada en los Cuadros 20 y 21. Este escenario destaca el cálculo del costo de las *cuentas por pagar accionistas/propietarios* y el *patrimonio* con la tasa pasiva, para el período 2007-2011.

En cuanto al ahorro fiscal ( $1 - t$ ), éste se aplicó a las cuentas del pasivos mencionadas en el Paso N°1. Respecto al uso del patrimonio, es importante señalar que a pesar de que su costo fue calculado utilizando como referencia la tasa pasiva, a este tipo de interés no se le aplica el ahorro fiscal ( $1 - t$ ) por cuanto la retribución por el uso de esta fuente de financiación se realiza en forma de dividendos, los cuales *no son* deducibles de impuesto.

El Cuadro 22 describe en detalle los componentes involucrados en los cálculos que determinan el costo de capital de la estructura de financiamiento de la Cabaña N° 8, para Escenario N° 1. En el mismo se puede conocer que los costos promedios ponderados de capital (CPPC) para el período analizado son: 4,7% en 2007, 5,2% en 2008, 6,0% en 2009, 2,2% en 2010 y 2,1% en 2011. Estos CPPC indican las distintas tasas que la Cabaña N°8 pagó -durante la serie temporal estudiada-por usar las diferentes formas de financiamiento.

[www.bdigital.ula.ve](http://www.bdigital.ula.ve)

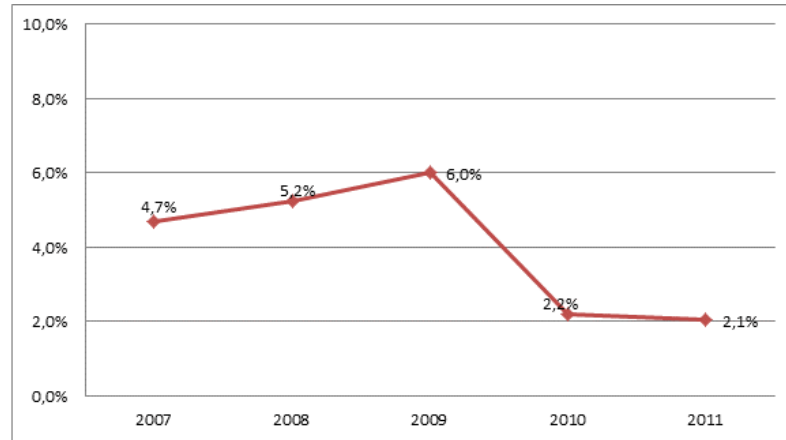


**Cuadro 22**  
**Costo promedio ponderado de capital de la Cabaña N°8 para el periodo 2007 – 2011 (Escenario N°1)**

Estructura de financiamiento	2007			2008			2009			2010			2011			
	Pond.	Tipo interés	Ahorro Fiscal (1-4)	Pond.	Tipo interés	Ahorro Fiscal (1-4)	Pond.	Tipo interés	Ahorro Fiscal (1-4)	Pond.	Tipo interés	Ahorro Fiscal (1-4)	Pond.	Tipo interés	Ahorro Fiscal (1-4)	
	(A)	(B)	(C)	(A)	(B)	(C)	(A)	(B)	(C)	(A)	(B)	(C)	(A)	(B)	(C)	
<b>Pasivo circulante:</b>	<b>40,1%</b>			<b>0,0%</b>			<b>0,03%</b>			<b>0,0%</b>			<b>0,0%</b>			<b>0,0%</b>
Obligaciones financieras a corto plazo																
Cuentas por pagar comerciales	0,2%	0,0%		0,0%	1,9%	0,0%	0,0%	43,8%	0,0%	0,0%	16,8%	0,0%	22,5%	0,0%		0,0%
Otras cuentas por pagar	39,8%	0,0%		0,0%	54,5%	0,0%	0,0%									
Efecto por pagar				0,1%	24,1%		0,03%									
Gastos acumulados y retenciones																
Impuestos, gravámenes y tasas				0,1%	0,0%		0,0%	0,7%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,3%	0,0%	0,0%
Obligaciones laborales	0,0%	0,0%		0,2%	0,0%		0,0%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Otros pasivos circulante																
<b>Pasivo a largo plazo:</b>	<b>69,9%</b>			<b>4,7%</b>			<b>0,2%</b>			<b>2,8%</b>			<b>74,2%</b>			<b>1,4%</b>
Obligaciones financieras a largo plazo																
Cuentas por pagar accionistas/propietarios	66,3%	8,3%	85,0%	4,7%	13,2%	85,0%	0,2%	26,1%	12,8%	85,0%	2,8%	13,0%	12,3%	85,0%	1,4%	11,5%
Cuentas por pagar a terceros	3,6%	0,0%	85,0%	0,0%	0,0%	85,0%	0,0%									
Otros pasivos a largo plazo																
<b>Crédito diferido:</b>				<b>0,8%</b>			<b>0,0%</b>	<b>4,4%</b>					<b>61,3%</b>	<b>0,0%</b>	<b>85,0%</b>	<b>0,0%</b>
Crédito diferido				0,8%	0,0%		0,0%	4,4%	0,0%	0,0%	1,9%	0,0%	2,1%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Patrimonio:</b>	<b>-10,0%</b>			<b>0,0%</b>			<b>5,0%</b>	<b>24,8%</b>					<b>3,2%</b>	<b>6,9%</b>		<b>0,8%</b>
Patrimonio	-10,0%	0,0%		0,0%	37,9%	13,2%	5,0%	24,8%	12,8%				3,2%	6,9%	12,3%	0,8%
<b>Costo Promedio Ponderado de Capital (CPPC)</b>	<b>100,0%</b>			<b>4,7%</b>	<b>100,0%</b>		<b>5,2%</b>	<b>100,0%</b>					<b>6,0%</b>	<b>100,0%</b>		<b>2,2%</b>

Nota. Resultado de la aplicación de la matriz de registro, cuestionario e información presentada en los Cuadros 20 y 21.  
 Cálculos de la autora

**Gráfico 10. Costo promedio ponderado de capital de la estructura de financiamiento de la Cabaña N° 8 para el período 2007 – 2011 (Escenario N° 1)**



*Nota.* Elaborado con datos tomados del Cuadro 22.

Otros aspectos a resaltar en el Cuadro 22 y Gráfico 10, son:

- El CPPC del año 2007 proviene en su totalidad del pasivo a largo plazo, el cual se encuentra comprendido en su mayoría por la partida *cuentas por pagar accionistas/propietarios*.
- A pesar de que para el año 2008, el pasivo circulante representa la mayor proporción dentro de la estructura de financiamiento (56,8%), el patrimonio es la fuente de financiación más costosa. Ese año hubo un incremento del capital de la empresa.
- En 2009, el patrimonio constituye la fuente de financiación más costosa (3,2%), seguidamente se encuentran las cuentas por pagar al accionista/propietario (2,8%). Al igual que el año anterior, hay predominio del pasivo circulante (pasivo sin costo explícito).
- Para los años 2010 y 2011, el pasivo a largo plazo es el grupo que mantiene el mayor costo ponderado individual dentro de la estructura de financiamiento. En este grupo, destaca la partida *otros pasivos a*

*largo plazo*; partida de la que no se posee suficiente información sobre sus características y costo asociado.

- De la serie temporal estudiada, el 2009, es el año que reporta el mayor CPPC (6,0%). No obstante, este resultado puede variar con la asignación de un costo (tipo de interés) a las partidas *cuentas por pagar a terceros y otros pasivos a largo plazo*.

**Comparación del CPPC de la Cabaña N°8 con el ratio de rentabilidad financiera en el Escenario N° 1.** Ya calculado los CPPC para la serie temporal 2007-2011, resulta pertinente contrastarlos con un *indicador* que determine si los resultados de la empresa (medidos en términos de rentabilidad) cubren los costos asociados a la estructura de financiamiento objeto de análisis. Bajo este planteamiento, se decidió calcular el ratio de rentabilidad financiera y compararlos con los CPPC del Cuadro 22.

El ratio de rentabilidad financiera (Rf), también denominado rentabilidad de los fondos propios o *ROE (return on equity)*. Mide la capacidad que tiene la cabaña turística de remunerar la inversión realizada por los dueños del capital. Su cálculo se realiza a partir de la siguiente relación:

$$Rf = (\text{Resultado neto} / \text{Recursos propios}) \times 100$$

De acuerdo a Loring (2005, p.151), este ratio toma en cuenta la forma como se financia la empresa, ya que al emplear el beneficio neto (resultado neto) incluye también el costo del endeudamiento. A continuación, en el Cuadro 23, se muestra la rentabilidad financiera obtenida por la Cabaña N° 8 para el período 2007 – 2011:

### Cuadro 23

#### Rentabilidad financiera de la Cabaña N° 8 para el período 2007 - 2011

Descripción	2007	2008	2009	2010	2011
Resultado neto (R)	-61.044,59	-110.421,50	4,406,75	152.931,96	72.667,52
Recursos propios (P)	-105.588,64	935.366,77	824.945,27	829.352,02	982.283,98
<b>Rentabilidad Financiera (R/P)</b>	<b>-57,8%</b>	<b>-11,8%</b>	<b>0,5%</b>	<b>18,4%</b>	<b>7,4%</b>

Nota. Resultado de la aplicación de la matriz de registro

Es importante destacar que los valores del ratio de rentabilidad financiera, presentados en el Cuadro 23, no varían en el análisis de los tres (03) escenarios.

A pesar de las limitaciones presentadas, por la escasa información disponible sobre el costo asociado a las cuentas por pagar a terceros y otros pasivos, lo cual impide que se establezca una comparación precisa entre los CPPC y los ratios de rentabilidad financiera de la Cabaña N° 8. El Gráfico 11, muestra algunos aspectos importantes a destacar en el análisis de los resultados:

- Evolución del índice de rentabilidad financiera de la Cabaña N° 8, al pasar de -57,8% en 2007 a 7,4% en 2011. Una revisión de la composición de la estructura de inversión del establecimiento estudiado (ver Anexos E), evidencia que los resultados del indicador van a *la par* con el proceso de crecimiento o ampliación de la capacidad de prestación del servicio de la cabaña. En el año 2009, según registros reportados en el Estado de Resultados, la gerencia realiza importantes gastos en promoción y mercadeo. En 2010, de acuerdo al Balance General, la empresa pone en funcionamiento la infraestructura que –hasta 2009- se encontraba en construcción.

- La Teoría del Ciclo del Crecimiento Financiero de la Empresa, explica que las tres (03) alternativas de financiamiento más comunes durante la etapa de crecimiento y expansión, en orden de importancia, son los siguientes: recursos propios, las utilidades retenidas y los créditos comerciales. Este comportamiento se observa en la Cabaña N° 8, la cual entre el período 2007 – 2009 se financió -en su mayoría- con los *aportes del dueño*, por las vías del pasivo y del patrimonio, evitando de esta manera los problemas de selección adversa y costo de monitoreo.
- De lo anterior se desprende, que las decisiones tomadas sobre el diseño y el costo de la estructura de financiamiento, durante el período analizado, conllevan a que para el período 2007 – 2009 la Cabaña N°8 opere con un CPPC superior a su rentabilidad financiera y que para los años 2010 y 2011, esta situación se revierta (rentabilidad financiera superior al CPPC).

www.bdigital.ula.ve

**Gráfico 11. Comparación del CPPC de la Cabaña N° 8 con el ratio de rentabilidad financiera (Escenario N° 1)**



Nota. Elaborado con datos tomados de los Cuadros 22 y 23.

**Escenario N° 2.** Este escenario, por las razones explicadas en el Cuadro 20, toma como base de cálculo la tasa de inflación anual para el cómputo de los costos de las *cuentas por pagar accionistas/propietarios y patrimonio*. Respecto al costo ponderado individual de las demás partidas que integran la estructura de financiamiento de la Cabaña N° 8, éstas mantienen los mismos tipos de interés empleados para el cálculo de los CPPC del Escenario N° 1.

El Cuadro 24 presenta el costo promedio ponderado de capital de la estructura de financiamiento de la Cabaña N° 8. En el mismo se puede conocer que los CPPC para el período analizado son: 12,7% en 2007, 12,2% en 2008, 11,8% en 2009, 4,9% en 2010 y 4,6% en 2011. De la serie temporal estudiada, el 2007, es el año que reporta el CPPC más alto. No obstante, este resultado puede variar con la asignación de un costo (tipo de interés) a las partidas *cuentas por pagar a terceros y otros pasivos a largo plazo*.

www.bdigital.ula.ve

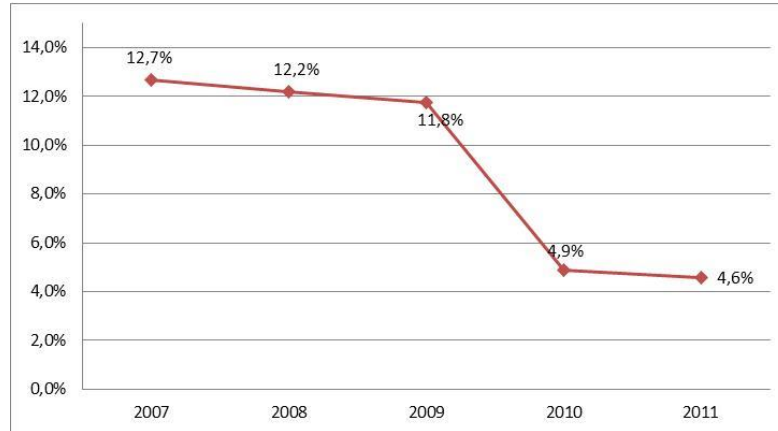


**Cuadro 24**  
**Costo promedio ponderado de capital de la Cabaña N°8 para el período 2007 – 2011 (Escenario N°2)**

Estructura de financiamiento	2007				2008				2009				2010				2011				
	Pond. <small>1000000</small>	Tipo interés (B)	Ahorro Fiscal (1-t) (C)	Costo de capital (AxBxC)	Pond. <small>1000000</small>	Tipo interés (B)	Ahorro Fiscal (1-t) (C)	Costo de capital (AxBxC)	Pond. <small>1000000</small>	Tipo interés (B)	Ahorro Fiscal (1-t) (C)	Costo de capital (AxBxC)	Pond. <small>1000000</small>	Tipo interés (B)	Ahorro Fiscal (1-t) (C)	Costo de capital (AxBxC)	Pond. <small>1000000</small>	Tipo interés (B)	Ahorro Fiscal (1-t) (C)	Costo de capital (AxBxC)	
<b>Pasivo circulante:</b>	<b>40,1%</b>			<b>0,0%</b>	<b>56,8%</b>			<b>0,03%</b>	<b>44,8%</b>			<b>0,0%</b>	<b>17,0%</b>			<b>0,0%</b>	<b>22,8%</b>			<b>0,0%</b>	
Obligaciones financieras a corto plazo																					
Cuentas por pagar comerciales	0,2%	0,0%		0,0%	1,9%	0,0%		0,0%	43,8%	0,0%			16,8%	0,0%		0,0%	22,5%	0,0%		0,0%	0,0%
Otras cuentas por pagar	39,8%	0,0%		0,0%	54,5%	0,0%		0,0%													
Efecto por pagar					0,1%	24,1%		0,03%													
Gastos acumulados y retenciones																					
Impuestos, gravámenes y tasas					0,1%	0,0%		0,0%	0,7%	0,0%			0,1%	0,0%		0,0%	0,3%	0,0%		0,0%	0,0%
Obligaciones laborales	0,0%	0,0%		0,0%	0,2%	0,0%		0,0%	0,2%	0,0%			0,0%	0,0%		0,0%	0,0%	0,0%		0,0%	0,0%
Otros pasivos circulante																					
<b>Pasivo a largo plazo:</b>	<b>69,9%</b>			<b>12,7%</b>	<b>4,5%</b>			<b>0,5%</b>	<b>26,1%</b>			<b>5,5%</b>	<b>74,2%</b>			<b>3,0%</b>	<b>66,3%</b>			<b>2,7%</b>	
Obligaciones financieras a largo plazo																					
Cuentas por pagar accionistas/propietarios	66,3%	22,5%	85,0%	12,7%	1,8%	30,9%	85,0%	0,5%	26,1%	25,1%	85,0%	5,5%	13,0%	27,2%	85,0%	3,0%	11,5%	27,6%	85,0%	2,7%	
Cuentas por pagar a terceros	3,6%	0,0%	85,0%	0,0%	2,8%	0,0%	85,0%	0,0%													
Otros pasivos a largo plazo																					
<b>Crédito diferido:</b>	<b>0,0%</b>				<b>0,8%</b>			<b>0,0%</b>	<b>4,4%</b>			<b>0,0%</b>	<b>1,9%</b>	<b>0,0%</b>	<b>85,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>56,8%</b>	<b>0,0%</b>	<b>85,0%</b>	<b>0,0%</b>	
Crédito diferido					0,8%	0,0%		0,0%	4,4%	0,0%		0,0%	1,9%	0,0%		0,0%	2,1%	0,0%		0,0%	0,0%
<b>Patrimonio:</b>	<b>-10,0%</b>			<b>0,0%</b>	<b>37,9%</b>			<b>11,7%</b>	<b>24,8%</b>			<b>6,2%</b>	<b>6,9%</b>			<b>1,9%</b>	<b>6,8%</b>			<b>1,9%</b>	
Patrimonio	-10,0%	0,0%		0,0%	37,9%	30,9%		11,7%	24,8%	25,1%		6,2%	6,9%	27,2%		1,9%	6,8%	27,6%		1,9%	
<b>Costo Promedio Ponderado de Capital (CPPC)</b>	<b>100,0%</b>			<b>12,7%</b>	<b>100,0%</b>			<b>12,2%</b>	<b>100,0%</b>			<b>11,8%</b>	<b>100,0%</b>			<b>4,9%</b>	<b>100,0%</b>			<b>4,6%</b>	

Nota. Resultado de la aplicación de la matriz de registro, cuestionario e información presentada en los Cuadros 20 y 21.  
 Cálculos de la autora

**Gráfico 12. Costo promedio ponderado de capital de la estructura de financiamiento de la Cabaña N° 8 para el período 2007 – 2011 (Escenario N° 2)**

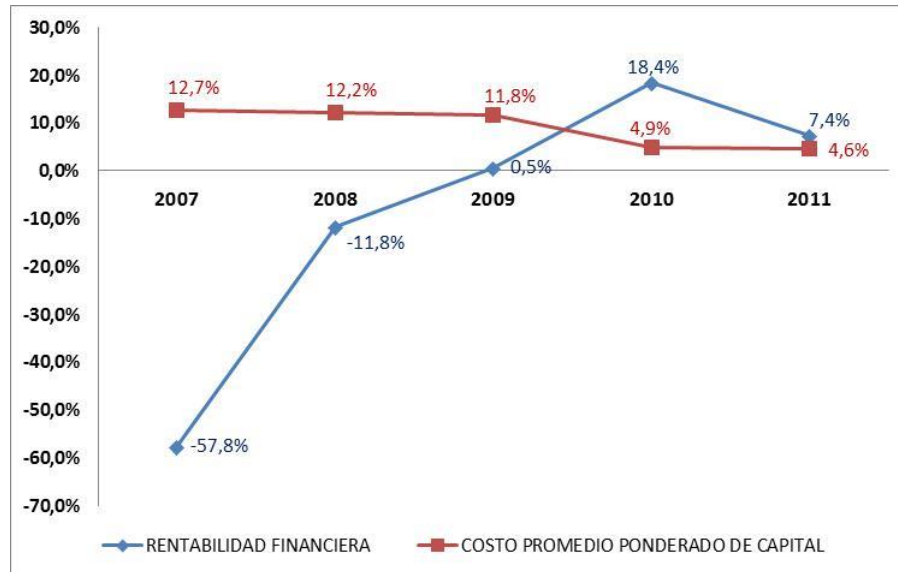


Nota. Elaborado con datos tomados del Cuadro 24.

**Comparación del CPPC de la Cabaña N°8 con el ratio de rentabilidad financiera en el Escenario N°2.** El Gráfico 13, muestra la comparación entre el CPPC y el ratio de rentabilidad financiera calculados para la serie temporal analizada. En el mismo se observa, que a pesar de que en el Escenario N° 2 se considera la tasa de inflación como base de cálculo para el cómputo del costo de capital de las cuentas por pagar accionistas/propietarios y el patrimonio, el Gráfico 13 muestra una tendencia similar a la presentada en el Gráfico 11: el CPPC es mayor a la rentabilidad financiera para el período 2007 – 2009 y la rentabilidad financiera mayor al CPPC para los años 2010 y 2011.



**Gráfico 13. Comparación del CPPC de la Cabaña N° 8 con el ratio de rentabilidad financiera (Escenario N° 2)**



Nota. Elaborado con datos tomados de los Cuadros 23 y 24.

**Escenario N° 3.** De acuerdo a los criterios presentados en el Cuadro 20, este escenario establece para el cálculo de los CPPC de la Cabaña N° 8: (a) la tasa equivalente a cero para el cómputo del costo de las *cuentas por pagar accionistas/propietarios* y, (b) la tasa de inflación anual para el cálculo del costo del *patrimonio*. Respecto al costo ponderado individual del resto de las partidas que integran la estructura de financiamiento de la Cabaña analizada, éstas mantienen los tipos de interés empleados en el cálculo de los CPPC de los Escenarios N° 1 y N° 2.

Según los resultados presentados en el Cuadro 25, los CPPC de la estructura de financiamiento de la Cabaña N° 8, son: 0% en 2007, 11,7% en 2008, 6,2% en 2009, 1,9% en 2010 y 1,9 en 2011. Otros aspectos relacionados al cálculo y análisis del Escenario N° 3, son:

- Importancia –especialmente en el año 2007- de la partida *cuentas por pagar accionistas/propietarios* dentro de la estructura de financiamiento. La teoría financiera explica que este comportamiento

deriva de la flexibilidad y ausencia (o bajos) costos de transacción de la fuente de financiación.

- El 2008, es el año que reporta el CPPC más alto (11,7%). No obstante, tal como sucede con los Escenarios N° 1 y N° 2, este resultado puede variar con la asignación de un costo (tipo de interés) a las partidas *cuentas por pagar a terceros y otros pasivos a largo plazo*.

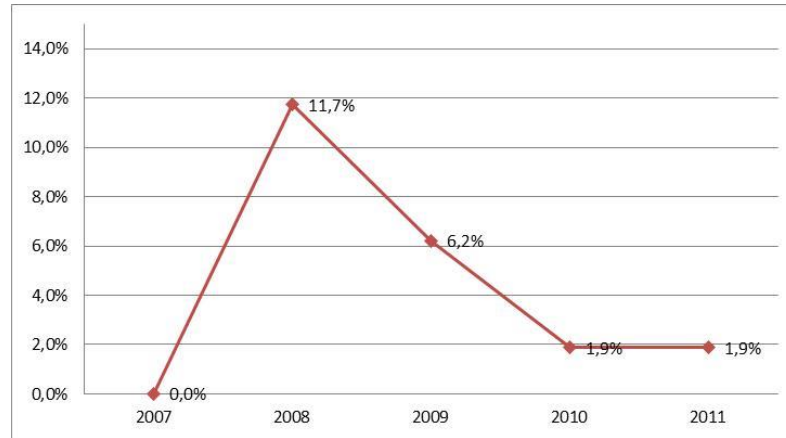
[www.bdigital.ula.ve](http://www.bdigital.ula.ve)

**Cuadro 25**  
**Costo promedio ponderado de capital de la Cabaña N°8 para el período 2007 – 2011 (Escenario N°3)**

Estructura de financiamiento	2007			2008			2009			2010			2011		
	Pond. interés		Costo de capital (AxBxC)	Tipo interés		Ahorro Fiscal (1-t)	Pond. interés		Costo de capital (AxBxC)	Tipo interés		Ahorro Fiscal (1-t)	Pond. interés		Costo de capital (AxBxC)
	(A)	(B)		(A)	(B)		(A)	(B)		(A)	(B)		(A)	(B)	
<b>Pasivo circulante:</b>	<b>40,1%</b>		<b>0,0%</b>		<b>56,8%</b>		<b>44,8%</b>		<b>0,0%</b>		<b>17,0%</b>		<b>22,8%</b>		<b>0,0%</b>
Obligaciones financieras a corto plazo															
Cuentas por pagar comerciales	0,2%	0,0%	0,0%	1,9%	0,0%	0,0%	43,8%	0,0%	0,0%	16,8%	0,0%	0,0%	22,5%	0,0%	0,0%
Otras cuentas por pagar	39,8%	0,0%	0,0%	54,5%	0,0%	0,0%									
Efecto por pagar				0,1%	24,1%										
Gastos acumulados y retenciones															
Impuestos, gravámenes y tasas															
Obligaciones laborales	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,7%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,3%	0,0%	0,0%
Otros pasivos circulante				0,0%	0,2%	0,0%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Pasivo a largo plazo:</b>	<b>69,9%</b>		<b>0,0%</b>	<b>4,5%</b>			<b>26,1%</b>		<b>0,0%</b>	<b>74,2%</b>		<b>0,0%</b>	<b>68,3%</b>		<b>0,0%</b>
Obligaciones financieras a largo plazo															
Cuentas por pagar accionistas/propietarios	66,3%	0,0%	0,0%	1,8%	0,0%	0,0%	26,1%	0,0%	0,0%	13,0%	0,0%	0,0%	11,5%	0,0%	0,0%
Cuentas por pagar a terceros	3,6%	0,0%	85,0%	2,8%	0,0%	85,0%	0,0%								
Otros pasivos a largo plazo															
<b>Crédito diferido:</b>	<b>0,0%</b>			<b>0,8%</b>			<b>4,4%</b>		<b>0,0%</b>	<b>1,9%</b>		<b>85,0%</b>	<b>56,8%</b>		<b>0,0%</b>
Crédito diferido				0,8%	0,0%	0,0%	4,4%	0,0%	0,0%	1,9%	0,0%	85,0%	56,8%	0,0%	0,0%
<b>Patrimonio:</b>	<b>-10,0%</b>		<b>0,0%</b>	<b>37,9%</b>			<b>24,8%</b>		<b>6,2%</b>	<b>6,9%</b>		<b>1,9%</b>	<b>6,8%</b>		<b>1,9%</b>
Patrimonio	-10,0%	0,0%	0,0%	37,9%	30,9%		24,8%	25,1%	6,2%	6,9%	27,2%	1,9%	6,8%	27,6%	1,9%
<b>Costo Promedio Ponderado de Capital (CPPC)</b>	<b>100,0%</b>		<b>0,0%</b>	<b>100,0%</b>			<b>100,0%</b>		<b>6,2%</b>	<b>100,0%</b>		<b>1,9%</b>	<b>100,0%</b>		<b>1,9%</b>

Nota. Resultado de la aplicación de la matriz de registro, cuestionario e información presentada en los Cuadros 20 y 21.  
 Cálculos de la autora

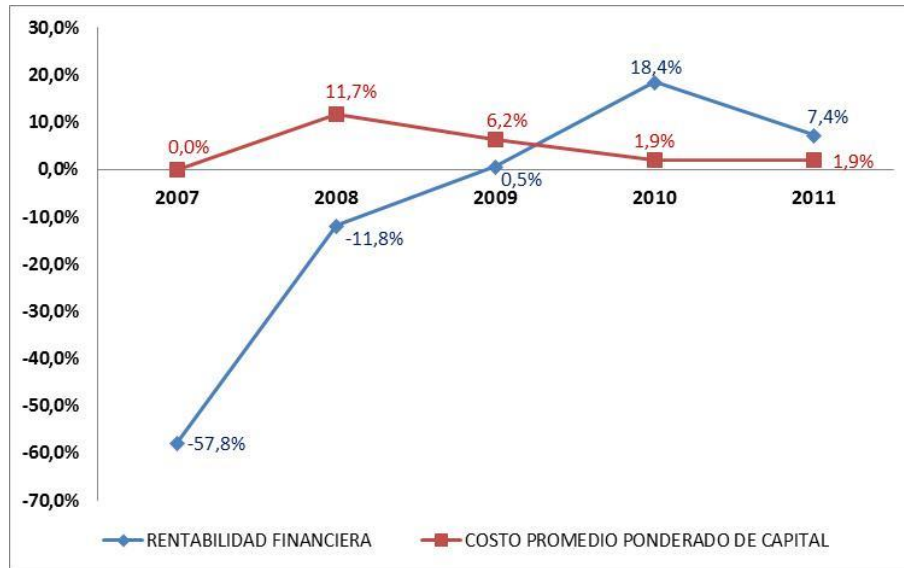
**Gráfico 14. Costo promedio ponderado de capital de la estructura de financiamiento de la Cabaña N° 8 para el período 2007 – 2011 (Escenario N°3)**



Nota. Elaborado con datos tomados del Cuadro 25.

**Comparación del CPPC de la Cabaña N°8 con el ratio de rentabilidad financiera en el Escenario N°3.** El Gráfico 15, muestra la comparación entre el CPPC y el ratio de rentabilidad financiera calculados para el período 2007 – 2011. En el mismo se puede observar que para el Escenario N° 3, al igual que en los Escenarios N° 1 y N° 2, el CPPC es mayor a la rentabilidad financiera entre los años 2007 – 2009 y la rentabilidad financiera mayor al CPPC para los años 2010 y 2011. Es importante destacar que los resultados pueden variar con la asignación de un costo a las partidas *cuentas por pagar a terceros y otros pasivos a largo plazo*.

**Gráfico 15. Comparación del CPPC de la Cabaña N° 8 con el ratio de rentabilidad financiera**



*Nota.* Elaborado con datos tomados de los Cuadros 23 y 25.

Una vez explicado, con un caso representativo (Cabaña N° 8), la manera como se calculó el costo de capital de la estructura de financiamiento para los tres (03) escenarios planteados. A continuación se procede a mostrar los resultados generales de la investigación.

### **Resultados generales de la investigación**

**Escenario N° 1.** Se construyó con datos provenientes de los estados financieros de las cabañas turísticas objeto de análisis, e información presentada en los Cuadros 20 y 21. Este escenario destaca el cálculo del costo de las *cuentas por pagar accionistas/propietarios* y el *patrimonio* con la tasa pasiva, para el período 2007-2011.

El Cuadro 26 y Gráfico 16, muestran la relación entre el costo promedio ponderado de capital para el período 2007-2011 y el costo promedio ponderado de capital de cada una de las cabañas turísticas

estudiadas, para el Escenario N° 1 (ver Anexos E para detalle de los cálculos).

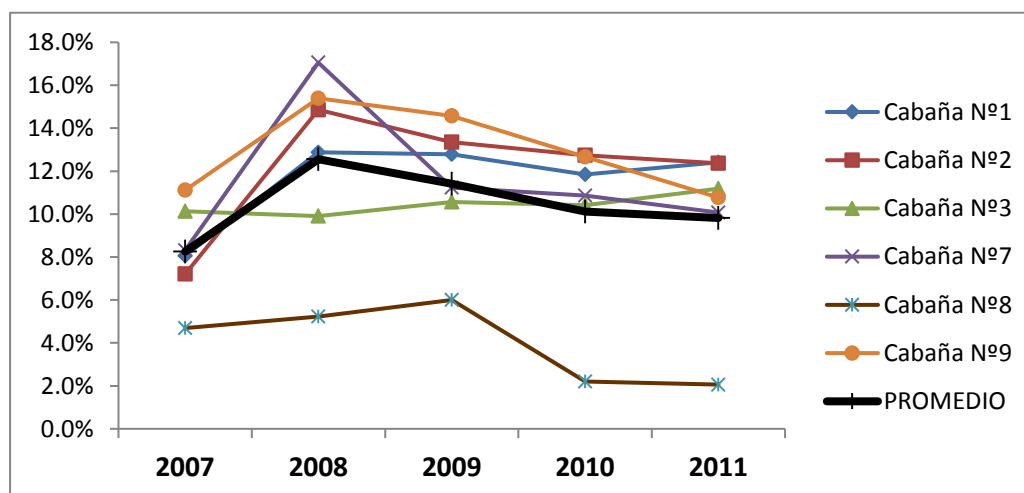
### Cuadro 26

#### Costo promedio ponderado de capital de las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida para el período 2007-2011 (Escenario N°1)

Cod. Cabañas Encuestadas	2007	2008	2009	2010	2011
Cabaña N°1	8,1%	12,9%	12,8%	11,9%	12,4%
Cabaña N°2	7,2%	14,9%	13,4%	12,7%	12,4%
Cabaña N°3	10,1%	9,9%	10,6%	10,4%	11,2%
Cabaña N°7	8,3%	17,1%	11,2%	10,9%	10,1%
Cabaña N°8	4,7%	5,2%	6,0%	2,2%	2,1%
Cabaña N°9	11,1%	15,4%	14,6%	12,7%	10,8%
<b>Promedio CPPC</b>	<b>8,3%</b>	<b>12,6%</b>	<b>11,4%</b>	<b>10,1%</b>	<b>9,8%</b>

*Nota.* Resultado de la aplicación de la matriz de registro, cuestionario e información presentada en los Cuadros 20 y 21. Cálculos realizados por la autora

**Gráfico 16.** Costo promedio ponderado de capital de las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida para el período 2007-2011 (Escenario N° 1)



*Nota.* Elaborado con datos tomados del Cuadro 26.

Seguidamente, el Cuadro 27 presenta una categorización de mayor a menor de los CPPC de las cabañas turísticas de la muestra, para el Escenario N° 1.

### Cuadro 27

#### Categorización de los CPPC de las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida para el período 2007-2011 (Escenario N°1)

Categoría	2007	2008	2009	2010	2011
Cabañas que reportan los CPPC más altos	N° 9 y N° 3	N° 7, N° 9 y N° 2	N° 9, N° 2 y N° 1	N° 9, N° 2 y N° 1	N° 1 y N° 2
Cabañas que reportan un CPPC cercano al promedio	N° 7, N° 1 y N° 2	N° 1	N° 7 y N° 3	N° 7 y N° 3	N° 3, N° 9 y N° 7
Cabaña que reporta los CPPC más bajos	N° 8	N° 3 y N° 8	N° 8	N° 8	N° 8

Nota. Elaborado con datos tomados del Cuadro 26

Un análisis de la estructura de financiamiento de las cabañas turísticas e información recolectada en el cuestionario (ver Anexos E), permitió conocer que la categorización presentada en el Cuadro 27, se encuentra determinada por los siguientes factores:

- **Cabañas que reportan los CPPC más altos durante el período estudiado.** Agrupa los establecimientos que distribuyen su estructura de financiamiento entre el *patrimonio* y las *obligaciones financieras a largo plazo, bajo la figura de crédito hipotecario*. En esta categoría el tipo de interés empleado para el cálculo del costo ponderado individual de las obligaciones financieras a largo plazo, constituyó un factor determinante en la totalización del CPPC, por cuanto es mayor

a la tasa pasiva empleada en el cálculo del costo ponderado individual del patrimonio.

- **Cabañas que reportan un CPPC cercano al promedio calculado.** Agrupa las cabañas turísticas que mantienen dentro de su estructura de financiamiento, importantes proporciones de *patrimonio, obligaciones financieras a largo plazo (créditos turísticos) o cuentas por pagar accionistas/propietarios*. En esta categoría, las cabañas turísticas estudiadas muestran preferencia por la financiación a través de los recursos aportados por los dueños del establecimiento de alojamiento turístico, bien sea por la vía del patrimonio o el pasivo (cuentas por pagar accionistas/propietario). En este grupo, el aporte del dueño empleado como un pasivo, tiene una incidencia importante en la determinación del costo de capital de la estructura de financiamiento; pues se trata de un recurso que aprovecha el beneficio fiscal, condición que le permite rebajar su costo. En cuanto a los créditos turísticos, su tipo de interés es más bajo en comparación con el de los créditos hipotecarios, inclusive más bajo que la tasa aplicada al patrimonio (tal como sucedió en el año 2011). La razón es que se trata de una tasa de interés *preferencial* que se ajusta a la dinámica económica del sector, al tiempo que aprovecha el beneficio fiscal.
- **Cabañas que reportan los CPPC más bajos.** Son cabañas turísticas que emplean en su mayoría los *recursos prestados por el dueño y el financiamiento espontáneo*.

***Ratio de rentabilidad financiera de las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina para el período 2007 – 2011.*** El Cuadro 28 y el Gráfico 17 presentan los resultados del ratio de rentabilidad financiera, calculados para las cabañas turísticas que constituyen la muestra. En él se destacan los siguientes resultados:



- Para el período 2007 – 2009, la Cabaña N° 2 tiene el índice de rentabilidad más alto, en relación con el resto de las cabañas de la muestra (158,2%, 179,4% y 79,5% respectivamente). Este ratio comparado con su CPPC (ver Cuadro 26), muestra que el establecimiento para ese período tuvo la capacidad de retribuir el capital prestado a los acreedores, remunerar a los dueños de los fondos aportados y adicionalmente generar un excedente financiero.
- La Cabaña N° 8, para el año 2007, es el establecimiento que reporta el índice de rentabilidad financiera más bajo, en relación con el ratio de rentabilidad financiera de las otras cabañas turísticas. Las causas de este comportamiento ya fueron explicadas en el caso de estudio.
- Entre los años 2010 y 2011, la Cabaña N° 3 reporta el índice de rentabilidad más alto (57,0% en 2010 y 33,1% en 2011). Al compararse estos resultados con su CPPC (ver Cuadro 26), se observa que la empresa, para ese período, genera unos resultados financieros que le permiten, además de costear el uso de los fondos aportados por el dueño (vías pasivo y patrimonio), obtener un excedente financiero.
- Durante el período 2008 – 2011, la Cabaña N° 7 mantiene un índice de rentabilidad negativo. Un análisis de la información financiera del establecimiento (ver Anexos E), permitió conocer que la cabaña turística, para ese momento, se encontraba en la etapa de arranque. El Cuadro 28, muestra la evolución del indicador al pasar de -142,0% en 2008 a -46,9% en 2011.
- La Cabaña N° 1, para el año 2011, mantiene el índice de rentabilidad más bajo respecto a las otras cabañas turísticas (-71,9%). Al analizar las causas del resultado, se conoció que el mismo se debe a un descenso de los ingresos por servicios prestados.

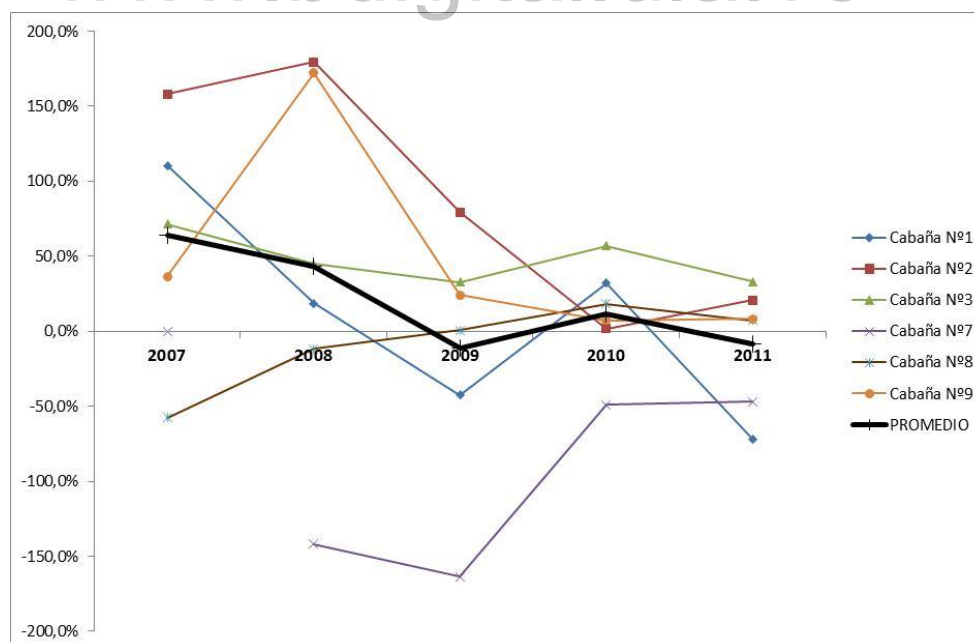
### Cuadro 28

#### Rentabilidad financiera de las Cabañas Turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida para el período 2007 - 2011

Cod. Cabañas Encuestadas	2007	2008	2009	2010	2011
Cabaña N°1	110,5%	18,7%	-42,4%	32,0%	-71,9%
Cabaña N°2	158,2%	179,4%	79,5%	1,8%	20,6%
Cabaña N°3	71,5%	44,9%	32,7%	57,0%	33,1%
Cabaña N°7	N/Inf	-142,0%	-163,8%	-48,9%	-46,9%
Cabaña N°8	-57,8%	-11,8%	0,5%	18,4%	7,4%
Cabaña N°9	36,6%	172,1%	24,3%	7,1%	8,4%
<b>Promedio Rentabilidad Financiera</b>	<b>63,8%</b>	<b>43,5%</b>	<b>-11,5%</b>	<b>11,2%</b>	<b>-8,2%</b>

Nota. Resultado de la aplicación de la matriz de registro

Gráfico 17. Rentabilidad financiera de las Cabañas Turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida para el período 2007 – 2011



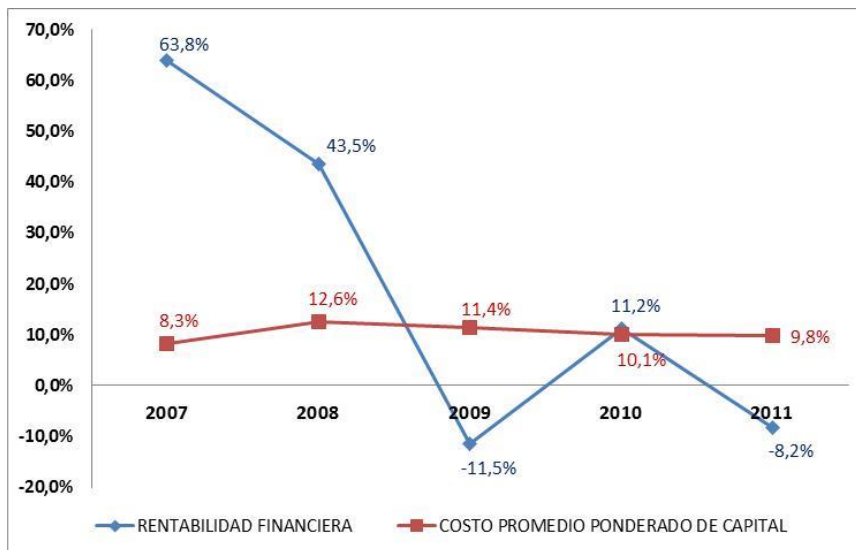
Nota. Elaborado con datos tomados del Cuadro 28.

Es importante destacar que los valores del ratio de rentabilidad financiera, presentados en el Cuadro 28, no varían en el análisis de los tres (03) escenarios.

**Comparación entre el CPPC y el ratio de rentabilidad financiera de las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina para el período 2007 – 2011, en el Escenario N° 1.** El Gráfico 18, muestra la relación entre el costo promedio ponderado de capital (CPPC) y la rentabilidad financiera de las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida para el período 2007 – 2011, en el Escenario N°1. En él se aprecia que, durante la serie temporal analizada, el *índice promedio de rentabilidad financiera* mantiene una tendencia a la baja –a pesar de recuperarse en 2010-, mientras que el *CPPC* se mantiene relativamente constante. Para los años 2007 y 2008, el índice de rentabilidad financiera supera por un amplio margen el CPPC. En 2009 y 2011, esta situación se revierte.

www.bdigital.ula.ve

**Gráfico 18. Comparación entre el CPPC y el ratio de rentabilidad financiera de las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina para el período 2007 – 2011 (Escenario N° 1)**



Nota. Elaborado con datos tomados de los Cuadros 26 y 28.

**Escenario N° 2.** Este escenario, tal como se señaló en el Cuadro 20, toma como base de cálculo la tasa de inflación anual para el cómputo de los costos de las *cuentas por pagar accionistas/propietarios* y el *patrimonio*. Respecto al costo ponderado individual de las demás partidas que integran la estructura de financiamiento de las cabañas analizadas, éstas mantienen los mismos tipos de interés empleados para el cálculo de los CPPC del Escenario N° 1.

El Cuadro 29, muestra la relación entre el costo promedio ponderado de capital para el período 2007-2011 y el costo promedio ponderado de capital de cada una de las cabañas turísticas estudiadas, para el Escenario N° 2 (ver Anexos E para detalle de los cálculos).

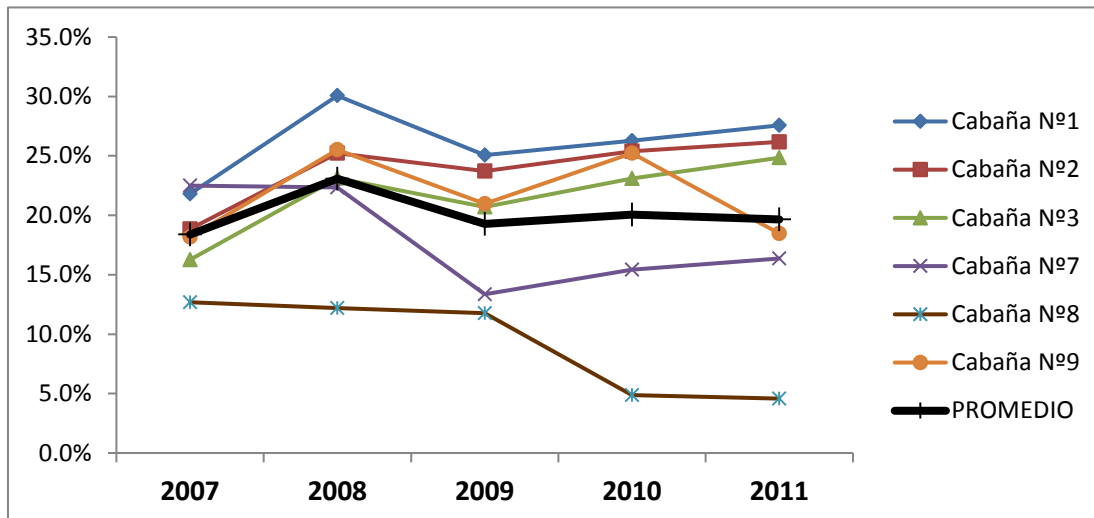
#### Cuadro 29

**Costo promedio ponderado de capital de las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida para el período 2007-2011 (Escenario N° 2)**

<b>Cod. Cabañas Encuestadas</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
Cabaña N°1	21,8%	30,1%	25,1%	26,3%	27,6%
Cabaña N°2	18,9%	25,2%	23,7%	25,4%	26,2%
Cabaña N°3	16,3%	23,1%	20,7%	23,1%	24,8%
Cabaña N°7	22,5%	22,3%	13,4%	15,4%	16,4%
Cabaña N°8	12,7%	12,2%	11,8%	4,9%	4,6%
Cabaña N°9	18,2%	25,5%	21,0%	25,2%	18,5%
<b>Promedio CPPC</b>	<b>18,4%</b>	<b>23,1%</b>	<b>19,3%</b>	<b>20,0%</b>	<b>19,7%</b>

*Nota.* Resultado de la aplicación de la matriz de registro, cuestionario e información presentada en los Cuadros 20 y 21. Cálculos realizados por la autora.

**Gráfico 19. Costo promedio ponderado de capital de las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida para el período 2007-2011 (Escenario N° 2)**



Nota. Elaborado con datos tomados del Cuadro 29.

A continuación, el Cuadro 30 presenta una categorización de mayor a menor de los CPPC de las cabañas turísticas de la muestra, para el Escenario N° 2.

### Cuadro 30

**Categorización de los CPPC de las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida para el período 2007-2011 (Escenario N° 2)**

Categoría	2007	2008	2009	2010	2011
Cabañas que reportan los CPPC más altos	N° 7 y N° 1	N° 1	N° 1 y N° 2	N° 1, N° 2, N° 9 y N° 3	N° 1, N° 2 y N° 3

Nota. Elaborado con datos tomados del Cuadro 29.

**Cuadro 30 (cont.)**

<b>Categoría</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
Cabañas que reportan un CPPC cercano al promedio	Nº 2, Nº 9 y Nº 3	Nº 9, Nº 2, Nº 3 y Nº 7	Nº 9 y Nº 3	-	Nº 9
Cabaña que reporta los CPPC más bajos	Nº 8	Nº 8	Nº 7 y Nº 8	Nº 7 y Nº 8	Nº 7 y Nº 8

*Nota.* Elaborado con datos tomados del Cuadro 29.

El análisis de la estructura de financiamiento de las cabañas y la información recolectada en el cuestionario (ver Anexos E), muestra que la categorización presentada en el Cuadro 30, está determinada por los siguientes factores:

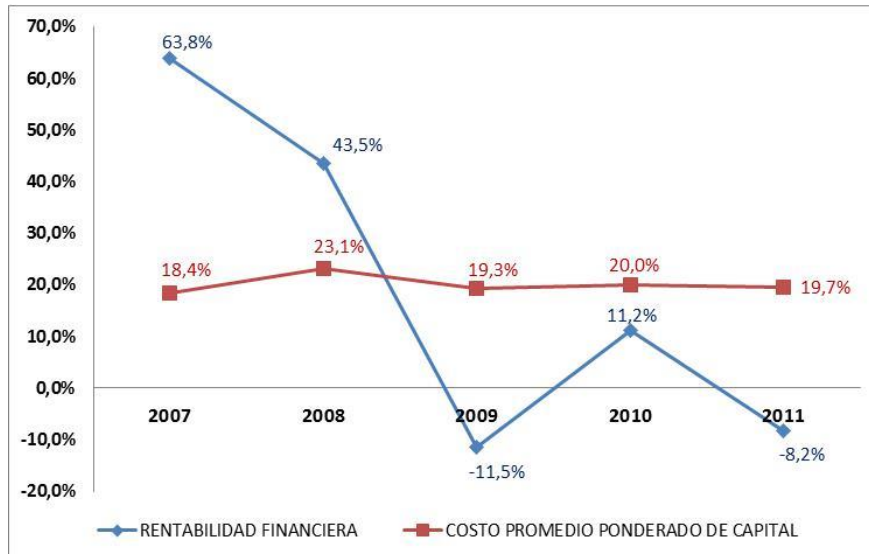
- **Cabañas que reportan los CPPC más altos durante el período estudiado.** Agrupa los establecimientos que mantienen dentro de su estructura de financiamiento, importantes participaciones de recursos financieros provenientes de las aportaciones del dueño(s) de la cabaña turística por la vía del patrimonio y del pasivo (cuentas por pagar accionistas/propietario). En esta categoría, el tipo de interés empleado en el cálculo del costo ponderado individual del patrimonio (tasa de inflación anual), constituyó un factor determinante en la totalización del CPPC, por cuanto es la tasa más alta, comparada con las empleadas en el cálculo del costo ponderado individual de las otras fuentes de financiación.
- **Cabañas que reportan un CPPC cercano al promedio calculado.** Esta categoría agrupa los establecimientos que, *en su mayoría*, jerarquizan las fuentes de financiamiento de la siguiente manera: aportes del propietario vía patrimonio, préstamos por pagar al dueño y

préstamos bancarios a largo plazo (1° crédito hipotecario y 2° crédito turístico).

- **Cabañas que reportan los CPPC más bajos.** Son cabañas turísticas que emplean en su mayoría los *recursos prestados por el dueño y financiamiento espontáneo*. De igual manera, este grupo lo constituyen las cabañas turísticas que han sido beneficiarias del financiamiento de los *créditos turísticos* y mantienen dentro de su estructura de financiamiento importantes proporciones de este pasivo (Ej. Cabaña N°7 para los años 2009, 2010 y 2011). En este grupo, el escudo fiscal tiene una incidencia importante en la determinación del costo de capital de la estructura de financiamiento.

***Comparación entre el CPPC y el ratio de rentabilidad financiera de las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina para el período 2007 – 2011, en el Escenario N° 2.*** El Gráfico 20, muestra la relación entre el costo promedio ponderado de capital (CPPC) y la rentabilidad financiera de las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida para el período 2007 – 2011, en el Escenario N° 2. En el mismo se aprecia, la incidencia que tiene el uso de la *tasa de inflación anual* en el cálculo de los costos ponderados individuales del patrimonio y de las cuentas por pagar accionistas propietarios; tipo de interés que incrementó los resultados del CPPC para la serie temporal estudiada. Para los años 2007 y 2008 el índice de rentabilidad financiera supera el CPPC. Entre los años 2009 – 2011, esta situación se revierte.

**Gráfico 20. Comparación entre el CPPC y el ratio de rentabilidad financiera de las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina para el período 2007 – 2011 (Escenario N° 2)**



Nota. Elaborado con datos tomados de los Cuadros 28 y 29.

**Escenario N°3.** De acuerdo a los criterios presentados en el Cuadro 20, este escenario establece para el cálculo de los CPPC de las cabañas analizadas: (a) la tasa equivalente a cero para el cómputo del costo de las *cuentas por pagar accionistas/propietarios* y, (b) la tasa de inflación anual para el cálculo del costo del *patrimonio*. Respecto al costo ponderado individual del resto de las partidas que integran la estructura de financiamiento de las cabañas turísticas de la muestra, éstas mantienen los tipos de interés empleados en el cálculo de los CPPC de los Escenarios N° 1 y N° 2.

El Cuadro 31, muestra la relación entre el costo promedio ponderado de capital para el período 2007-2011 y el costo promedio ponderado de capital de cada una de las cabañas turísticas estudiadas, para el Escenario N°3 (ver Anexos E para detalle de los cálculos).



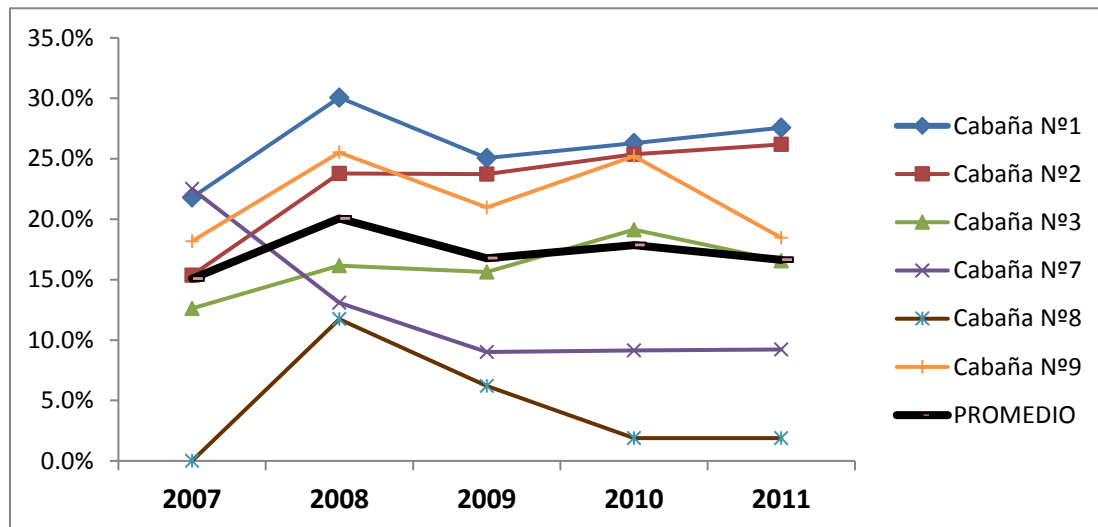
**Cuadro 31**

**Costo promedio ponderado de capital de las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida para el período 2007-2011 (Escenario N° 3)**

<b>Cod. Cabañas Encuestadas</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
Cabaña N°1	21,8%	30,1%	25,1%	26,3%	27,6%
Cabaña N°2	15,4%	23,8%	23,7%	25,4%	26,2%
Cabaña N°3	12,6%	16,2%	15,6%	19,1%	16,6%
Cabaña N°7	22,5%	13,1%	9,0%	9,1%	9,2%
Cabaña N°8	0,0%	11,7%	6,2%	1,9%	1,9%
Cabaña N°9	18,2%	25,5%	21,0%	25,2%	18,5%
<b>Promedio</b>	<b>15,1%</b>	<b>20,1%</b>	<b>16,8%</b>	<b>17,8%</b>	<b>16,6%</b>

*Nota.* Resultado de la aplicación de la matriz de registro, cuestionario e información presentada en los Cuadros 20 y 21. Cálculos realizados por la autora.

**Gráfico 21. Costo promedio ponderado de capital de las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida para el período 2007-2011 (Escenario N° 3)**



*Nota.* Elaborado con datos tomados del Cuadro 31.

A continuación, el Cuadro 32 presenta una categorización de mayor a menor de los CPPC de las cabañas turísticas de la muestra, para el Escenario N° 3.

### Cuadro 32

#### Categorización de los CPPC de las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida para el período 2007-2011 (Escenario N° 3)

Categoría	2007	2008	2009	2010	2011
Cabañas que reportan los CPPC más altos	N° 7 y N° 1	N° 1	N° 1, N° 2 y N° 9	N° 1, N° 2 y N° 9	N° 1 y N° 2
Cabañas que reportan un CPPC cercano al promedio	N° 9, N° 2 y N° 3	N° 9 y N° 2	N° 3	N° 3	N° 9 y N° 3
Cabaña que reporta los CPPC más bajos	N° 8	N° 3, N° 7 y N° 8	N° 7 y N° 8	N° 7 y N° 8	N° 7 y N° 8

*Nota.* Elaborado con datos tomados del Cuadro 31.

La categorización presentada en el Cuadro 32, se asemeja a la mostrada en el Escenario N° 2 (ver Cuadro 30), salvo algunos desplazamientos en los CPPC de las Cabañas N° 3, N° 7 y N° 9.

El análisis de la estructura de financiamiento (ver Anexos E), encontró que los desplazamientos del costo promedio ponderado de capital de las Cabañas N° 3 y N° 7, son consecuencia de la participación que tiene la *cuenta por pagar accionistas/ propietarios* dentro de la estructura de financiamiento. Al considerarse este pasivo como un financiamiento espontáneo (costo equivalente a cero) -por las razones explicadas en el Cuadro 20- los CPPC calculados para el Escenario N° 3 bajan respecto a los calculados para el Escenario N° 2. Es así que se observa, cómo el costo

promedio ponderado de la Cabaña N° 3 baja en el año 2008 de 23,1% a 16,2%, en 2010 de 23,1% a 19,1% y en 2011 de 24,8% a 16,6%. Para la Cabaña N° 7, en el 2008, el CPPC desciende de 22,3% a 13,1%.

En el caso del CPPC de la Cabaña N°9, para el año 2009, éste se desplaza hacia arriba (ver Cuadros 30 y 32). El análisis de los resultados del estudio, determinó que este comportamiento se debe a la participación que tiene la *cuenta por pagar accionistas/ propietarios* dentro de la estructura de financiamiento de las Cabañas N° 3, N° 7 y N° 8, el cual al ser evaluado como un financiamiento espontáneo (costo equivalente a cero) en el Escenario N°3, hizo que -en el 2009- los CPPC de las cabañas mencionadas disminuyeran respecto a los calculados para el Escenario N° 2 (Cabaña N° 3 de 20,7% a 15,6%; Cabaña N° 7 de 13,4% a 9,0% y; Cabaña N° 8 de 11,8% a 6,2%). Lo anterior afectó el cálculo del promedio general, es decir el CPPC promedio de las cabañas turísticas de la muestra para el Escenario N° 3 y por consiguiente disminuyó de 19,3% en el Escenario N° 2 a 16,8% en el Escenario N° 3 (ver Cuadro 33).

### Cuadro 33

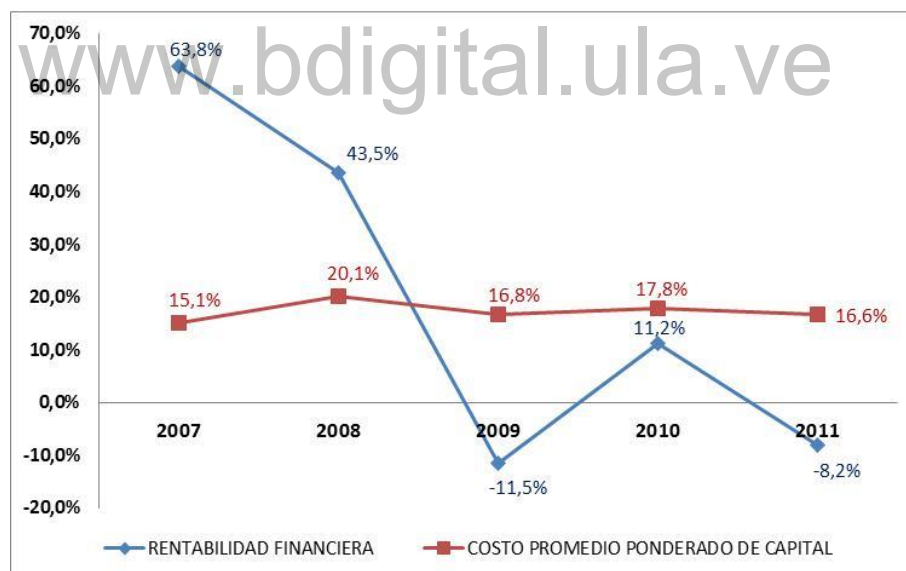
**Diferencia porcentual del CPPC de la Cabaña N° 9 respecto al CPPC promedio calculado para el Escenario N° 2 y N° 3 (año 2009)**

<b>CPPC calculados</b>	<b>Escenario N° 2</b>	<b>Escenario N° 3</b>
<b>CPPC de la Cabaña N° 9</b>	21,0%	21,0%
<b>CPPC promedio de las cabañas turísticas de la muestra</b>	19,3%	16,8%
<b>Diferencia porcentual</b>	<b>1,7%</b>	<b>4,2%</b>

*Nota.* Elaborado con datos tomados de los Cuadros 29 y 31.

**Comparación entre el CPPC y el ratio de rentabilidad financiera de las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina para el período 2007 – 2011, en el Escenario N° 3.** El Gráfico 22, muestra la relación entre el costo promedio ponderado de capital (CPPC) y la rentabilidad financiera de las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida para el período 2007 – 2011, en el Escenario N° 3. En él se observa un comportamiento similar al presentado en el Escenario N° 2; para los años 2007 y 2008 el índice de rentabilidad financiera supera el CPPC. Entre los años 2009 – 2011, esta situación se reinvierte (CPPC mayor al índice de rentabilidad financiera).

**Gráfico 22. Comparación entre el CPPC y el ratio de rentabilidad financiera de las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina para el período 2007 – 2011 (Escenario N° 3)**



*Nota.* Elaborado con datos tomados de los Cuadros 28 y 31.

## CAPÍTULO V

### CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

#### Conclusiones

En las últimas décadas, la actividad turística en general, se ha convertido en un fenómeno económico y social de creciente expansión, dada su capacidad para generar divisas, favorecer la inversión privada, impulsar el desarrollo de empresas locales y crear nuevas fuentes de empleo. Consciente de esta realidad, en Venezuela se ha desarrollado un marco legal e institucional que promueve y regula la actividad turística nacional. Desde el punto de vista gubernamental, han surgido condiciones para incentivar las inversiones dentro del sector; ejemplos de ello son las rebajas del ISLR en inversiones que implican construcción, remodelación o equipamiento de establecimientos de servicios turísticos, las inversiones en formación de personal, entre otros incentivos. Paralelo a lo descrito, se encuentra el financiamiento ofrecido por las instituciones financieras venezolanas, el cual se otorga a tasa preferencial en el mediano y largo plazo.

Al indagar sobre las características de las empresas que participan en la actividad turística y su relación con el entorno, los resultados de investigaciones realizadas por Altés (2006), Morillo (2006), Sumoza (2006) y Villamediana y Berbesi (2009), destacan, en líneas generales, lo siguiente:

1. El sector turístico, es un sector fragmentado y desarticulado que limita los procesos de integración y colaboración entre empresas competidoras y, empresas turísticas con los entes gubernamentales.
2. El sector está integrado en su mayoría por micros, pequeñas y medianas empresas (mipymes), en las que prevalece la propiedad personal y familiar.

3. Las empresas turísticas son, en su mayoría, el resultado del emprendimiento de personas, dedicadas a otras actividades, que vieron dentro del sector turístico una oportunidad de inversión y entraron a dar un servicio que les era -total o parcialmente- desconocido.
4. Los empresarios prefieren en su mayoría la autofinanciación (aportación de socios y reinversión de utilidades) sobre la financiación externa.
5. Se trabaja estacionalmente, de acuerdo con las temporadas vacacionales. En el caso del Estado Mérida, según Morillo (2006), la mayor afluencia turística gira en torno a cuatro temporadas, las cuales coinciden con las vacaciones escolares en Venezuela (carnaval, semana santa, vacaciones de verano y navidad).

Las características anteriormente señaladas, condicionan la manera cómo se toman las decisiones dentro las empresas turísticas; incluyendo las decisiones relacionadas con la administración financiera: inversión, financiamiento, política de dividendos y capital de trabajo. Las decisiones de financiamiento, de acuerdo a Pascale (1992), Termes (1998) y Altuve (2009), son las responsables de determinar la mezcla de financiamiento (capital propio y deuda) destinada a preservar e incrementar el valor total de la empresa, tanto en términos económicos como financieros. Según Castillo (2000), ellas se encuentran dirigidas fundamentalmente a definir –de acuerdo a las características de cada negocio y/o proyecto– la estructura de capital óptima, en términos de costo y utilización de fuentes de financiación apropiadas.

Las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida, no son ajenas al contexto general descrito. Los resultados obtenidos

en el estudio de campo, muestran que las cabañas turísticas objeto de análisis tienen el siguiente perfil:

1. Son empresas familiares que emplean menos de 5 trabajadores (microempresas), constituidas bajo la forma jurídica de compañías anónimas y con una antigüedad promedio de 15 años.
2. Los propietarios son, en su mayoría, personas no formadas en el área de la hotelería y el turismo. En la actualidad, realizan actividades paralelas a la prestación del servicio de alojamiento turístico y, conciben el negocio como una oportunidad de inversión que genera un ingreso adicional al salario devengado.
3. Las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida, no se encuentran categorizadas.
4. El servicio de alojamiento prestado por este tipo de establecimiento, es muy básico (alojamiento únicamente). En cuanto a los servicios complementarios, las cabañas turísticas en estudio, más que ofrecer un valor agregado al turista, garantizan un ingreso financiero al propietario(s), durante las temporadas bajas.

En cuanto a las decisiones relacionadas a la administración financiera, definidas en la estructura de inversión y de financiamiento de las cabañas turísticas estudiadas. La presente investigación muestra -para el período analizado- una estructura de inversión promedio, distribuida entre un 43,1% de activo circulante y un 56,9% de activo inmovilizado. Respecto a la estructura de financiamiento promedio, esta se encuentra comprendida por un 9,5% de pasivo circulante, 36,2% de pasivo a largo plazo, 0,3% de crédito diferido y 54% de patrimonio. Al contrastar los resultados obtenidos, con el aspecto teórico, se puede deducir que la gestión financiera de los establecimientos turísticos estudiados, se enmarca en lo siguiente:

1. Elevadas inversiones de capital. Las cabañas turísticas de Municipio Santos Marquina del Estado Mérida, al igual que otros

establecimientos de alojamiento turísticos, exigen importantes inversiones e inmovilizaciones de capital. El estudio encontró dentro del grupo de activos inmovilizados importantes participaciones de las partidas: propiedad, planta y equipo (terrenos, edificaciones, maquinarias, mobiliario y equipo de cabañas, mobiliarios y equipo de oficina, equipo y utensilios de cocina, vehículos, mobiliarios y equipos de restaurant) y otros activos (instalaciones en construcción).

2. Imposibilidad de almacenar los productos terminados. Los establecimientos estudiados son empresas prestadoras de servicios, razón por la cual hay ausencia de registros en la partida “realizables”. No obstante, se presume que exista un inventario de materiales y suministros que contribuyen a la prestación del servicio de alojamiento.
3. Importante participación del activo disponible dentro del total activo circulante. El exceso de efectivo en caja y banco (36,4% en promedio), indica que las cabañas turísticas del municipio estudiado, tienen la capacidad de honrar sus obligaciones financieras sin demora. Sin embargo, en economías inflacionarias -como la venezolana-, esta condición representa una desventaja por las constantes pérdidas del poder adquisitivo de la moneda.
4. Preferencia por la autofinanciación sobre la financiación externa. Las decisiones de financiamiento de las cabañas turísticas del municipio objeto de estudio, se encuentran enmarcadas dentro del siguiente orden: reinversión de utilidades, aportación de socios, préstamos bancarios, préstamos de organismos públicos y créditos de proveedores. Un contraste de los resultados del estudio empírico, con la teoría financiera indica que esta decisión se encuentra influenciada por factores como:
  - El grado de profesionalización del gerente/propietario de la cabaña turística, el cual además de determinar la aplicación de métodos



de planificación formal encaminados a prestar un servicio de calidad, determina también la mezcla de financiamiento.

- Los objetivos que quiere lograr el emprendedor con la cabaña turística. Tal como se mencionó anteriormente, la mayoría de los propietarios de las cabañas turísticas de la zona estudiada, solo buscan procurarse un ingreso adicional al salario devengado por el desarrollo de otras actividades económicas
- La actitud del dueño hacia el control del negocio. Este factor se acentúa más en las empresas familiares, por cuanto los propietarios tienen la mayor parte (o toda) su fortuna y su capital humano (años de trabajo) invertidos en la empresa, sin intenciones de diversificar las fuentes de financiación.
- El nivel de competencia al que se encuentran sujetas las cabañas turísticas -tanto a nivel de destino turístico como entre empresas del mismo sector de alojamiento- y la estacionalidad en la demanda. Las empresas que operan bajo estas condiciones, tienden a preferir la autofinanciación o la aportación de los dueños, debido a que enfrentan problemas de inestabilidad en sus ingresos, riesgo operativo y riesgo de negocio.
- Flexibilidad y ausencia de costos de transacción en las fuentes de financiación propias.

Respecto a la distribución promedio de la estructura de financiamiento de las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida, ésta se acerca a la distribución presentada por Parra y Calero (2006, pp.425-426), para empresas hoteleras: 10% en pasivo circulante, 40% en pasivo a largo plazo; y 50% a 65% de patrimonio.

Otro aspecto esencial dentro de la administración financiera, es el concerniente a la determinación del volumen conveniente del fondo de maniobra, por cuanto permite salvaguardar la empresa de problemas de

liquidez y asegurar el equilibrio financiero. Sobre este particular, Parra y Calero (2006, p.425), indican que el fondo de maniobra para empresas hoteleras debe encontrarse aproximadamente en un rango de 5% a 15%.

El fondo de maniobra de las cabañas turísticas del municipio estudiado, equivale en promedio a 33,6%. Este resultado muestra que los establecimientos analizados se encuentran en una situación en la que pueden hacer frente a todos sus compromisos de pago al vencimiento de éstos (situación financiera normal). No obstante, al contrastar el resultado con el rango preestablecido por Parra y Calero (2006), el fondo de maniobra promedio de las cabañas turísticas resulta elevado para el tipo de actividad que realizan. El proceso dinero → servicio → dinero en el que se desarrolla el ciclo financiero las cabañas turísticas, es corto. Las empresas no ameritan acopiar cantidades importantes de inventario y casi el total de los ingresos por servicios se realizan al contado, por lo tanto, el fondo de maniobra debería ser menor.

En relación al costo de capital de la estructura de financiamiento en las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida, para el período 2007 – 2011. El estudio de campo y la revisión de los estados financieros de los establecimientos estudiados, no revelaron suficiente información sobre el tipo de interés pagado por el uso de algunas fuentes de financiación; entre ellos, los relacionados al uso de los fondos propios (reversión de utilidades/excedentes, ampliación de capital y préstamos por pagar al propietario). Razón por la cual, se consideró calcular el costo promedio ponderado de capital (CPPC) en tres escenarios. De estos escenarios, se obtuvo las siguientes aproximaciones:

1. CPPC promedio para el Escenario N° 1: 8,3% en 2007, 12,6% en 2008, 11,4% en 2009, 10,1% en 2010 y 9,8% en 2011.
2. CPPC promedio para el Escenario N° 2: 18,4% en 2007, 23,1% en 2008, 19,3% en 2009, 20,0% en 2010 y 19,7% en 2011.

3. CPPC promedio para el Escenario N° 3: 15,1% en 2007, 20,1% en 2008, 16,8% en 2009, 17,8% en 2010 y 16,6% en 2011.

Una categorización de mayor a menor de los CPPC de las cabañas turísticas analizadas en los tres escenarios, permitió conocer -en líneas generales- que los CPPC más altos corresponde a los establecimientos que, durante la serie temporal 2007 - 2011, mantuvieron dentro de su estructura de financiamiento, importantes proporciones de patrimonio. Asimismo, se conoció que las cabañas turísticas con el CPPC cercano al promedio, jerarquizan las fuentes de financiamiento de la siguiente manera: aportes del propietario vía patrimonio, préstamos por pagar al dueño de la cabaña y préstamos bancarios a largo plazo (1° crédito hipotecario y 2° crédito turístico). En relación a las cabañas turísticas que reportan el CPPC más bajo, los resultados muestran que los establecimientos que entran en esta categoría, son aquellos que mantienen dentro de su estructura porcentajes importantes de financiamiento espontáneo.

Al compararse los CPPC de las cabañas con la rentabilidad financiera generada durante la serie temporal en estudio (63,8% en 2007, 43,5% en 2008, -11,5% en 2009, 11,2% en 2010 y -8,2% en 2011), se conoció que en los tres escenarios durante los años 2007 y 2008 el ratio de rentabilidad financiera supera por un amplio margen el CPPC, mientras que entre los años 2009 y 2011, (a excepción del Escenario N° 1 para el año 2010), esta situación se revierte. Estos resultados, interpretados a la luz de lo que la teoría financiera indica, muestran que las decisiones tomadas por la mayoría de los propietarios/gerentes en cuanto al diseño de la estructura de financiamiento, aunados a la dinámica del entorno en el que se encuentra inmersa la empresa, afectan su valor total tanto en el aspecto económico como financiero.

## Recomendaciones

A pesar de las limitaciones encontradas durante el desarrollo del trabajo empírico. La presente investigación ratifica la necesidad e importancia de conocer y controlar los costos individuales de las diferentes formas de financiamiento a las que pueden acceder las empresas, así como su respectivo costo de capital. En ese sentido, sobre la base de los resultados obtenidos en la investigación y las conclusiones derivadas de ésta, se realizan las siguientes recomendaciones:

**Gestión general de las cabañas turísticas.** Por la forma como fueron constituidas y los objetivos que persiguen; los propietarios/gerentes de las cabañas turísticas del municipio estudiado, deben sensibilizarse sobre la importancia que tiene el servicio de alojamiento dentro de la oferta turística del Municipio Santos Marquina y, del Estado Mérida. Tal como se explicó a lo largo del trabajo de investigación, las cabañas turísticas no son negocios aislados, son actores de un sistema de servicios destinados a hacer placentera la estadía de las personas que decidieron en algún momento desplazarse de su lugar de origen, en busca de recreación y esparcimiento.

Por lo anterior, resulta necesario que los propietarios/gerentes de las cabañas turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida, realicen acciones orientadas hacia: (a) la formación o actualización en materia turística y gestión hotelera, (b) la búsqueda de asesoría técnica y, (c) el establecimiento de alianzas con otros miembros del sistema turístico. Dichas acciones contribuirán al fortalecimiento de la gestión empresarial, la búsqueda de nuevas fuentes de financiación, implementación de sistemas de información y comunicación y el diseño de estrategias de ventas en temporadas bajas.

**Gestión financiera.** El contraste realizado entre la distribución de activo, pasivo y patrimonio presentada por Parra y Calero (2006) y los resultados del estudio empírico, permitió conocer que el fondo de maniobra

(constituido en su mayoría por efectivo en caja y banco) de las cabañas turísticas analizadas, es demasiado elevado en relación al ciclo financiero que desarrollan (33,6%). A pesar de que esta condición representa una ventaja para los establecimientos -por cuanto pueden honrar los compromisos a tiempo- el exceso de liquidez, en contextos inflacionarios, requiere ser evaluado en términos del costo de oportunidad que significa mantener el dinero ocioso depositado en una cuenta bancaria. Por tal razón, ante la constante de la inflación, resulta conveniente que la gerencia indague sobre los distintos instrumentos de inversión de fácil convertibilidad, que permitan proteger los excedentes de efectivo de las sucesivas devaluaciones.

En cuanto a la decisión de financiamiento. Resulta conveniente que los propietarios/gerentes mantengan un constante monitoreo de la combinación de recursos propios y ajenos que están empleando en su negocio, por cuanto los resultados del estudio mostraron que no siempre ha sido la más apropiada. En ese sentido, resulta pertinente establecer un sistema de información que, a través de indicadores financieros, mida la situación de la empresa, en términos de costos y rentabilidad.

Del mismo modo, se recomienda a los propietarios/gerentes tomar en cuenta el uso del crédito turístico para la financiación de inversiones a mediano y largo plazo, ya que esta forma de financiamiento considera las necesidades y riesgos a los que se encuentran expuestas las empresas del sector; además, su tasa de interés es más baja en relación a los créditos hipotecarios.

**Sobre el costo de capital de la estructura de financiamiento.** Dado los resultados obtenidos, se requiere que los gerentes/propietarios tomen conciencia de la importancia de conocer y manejar las variables que inciden en el cálculo del costo de capital de la estructura de financiamiento de su negocio, con el fin de tener mayor precisión en la misma.

## REFERENCIAS

- Altés, C. (2006). *El turismo en América Latina y el Caribe y la experiencia del BID* [Documento en línea]. Disponible: <http://idbdocs.iadb.org/wsdocs/getdocument.aspx?docnum=984876> [Consulta: 2012, Febrero 29]
- Alcaldía Bolivariana del Municipio Santos Marquina. (s/f). [Página Web en Línea]. Disponible: <http://www.visitetabay.com/> [Consulta: 2014, agosto 17]
- Altuve, J. (2006). Análisis cuantitativo y mejora de la calidad del costo de capital en las pequeñas y medianas empresas (pymes). *Actualidad Contable FACES* [Revista en línea], 9(13), 5-13. Disponible: <http://www.saber.ula.ve/bitstream/123456789/17389/1/articulo1.pdf> [Consulta: 2015, Septiembre 21]
- Altuve, J. (2009). *Herramientas modernas de Administración financiera*. Mérida, Venezuela: Universidad de Los Andes, Facultad de Ciencias Económicas y Sociales.
- Alvarado, J., Portocarrero, F., Trivelli, C., Gonzalez, E., Galarza, F., Venero, H. (2001). *El financiamiento informal en el Perú: Lecciones desde tres sectores*. Lima, Perú: IEP/COFIDE/CEPES.
- Araujo, F. (2009). *Estructura de capital de las pequeñas y medianas industrias del Municipio Libertador en el Estado Mérida. Un análisis para el período 2002-2006*. Mérida, Venezuela: Universidad de Los Andes, Facultad de Ciencias Económicas y Sociales.
- Armas, J. (s.f). *Estadística sencilla: Descriptiva*. Mérida, Venezuela: Universidad de Los Andes.
- Baez. M. (2011). *El efecto de los impuestos sobre el costo de capital: Estudio de un caso en Colombia* [Versión completa en línea]. Trabajo de grado de maestría no publicado, Universidad Nacional de Colombia, Disponible: <http://www.bdigital.unal.edu.co/6222/> [Consulta: 2013, Mayo 7]
- Bello. G. (2007). *Operaciones bancarias en Venezuela: Teoría y práctica*. Caracas: Universidad Católica Andrés Bello.

Besley, S. y Brigham, E. (2009). *Fundamentos de administración financiera*. México: Cengage Learning.

Brigham, E. y Houston, J. (2005). *Fundamento de administración financiera*. México: Thomson.

Briozzo, A. y Vigier, H. (2005). *Cuestiones metodológicas en el estudio de la estructura de financiamiento de las pymes* [Documento en línea]. Disponible: <http://redpymes.org.ar/R10/10-020.pdf> [Consulta: 2013, Febrero 27]

Briozzo, A. y Vigier, H. (2006). *La estructura de financiamiento pyme: Una revisión del pasado y presente* [Documento en línea]. Disponible: <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/5894/> [Consulta: 2013, Febrero 27]

Buzón, S. (2010). *Análisis del costo y estructura de capital de empresas de telecomunicaciones en Colombia* [Versión completa en línea]. Trabajo de grado de maestría no publicado, Universidad Nacional de Colombia, Disponible: <http://www.bdigital.unal.edu.co/8432/> [Consulta: 2013, Mayo 7]

[www.bdigital.ula.ve](http://www.bdigital.ula.ve)

Castillo, J. del (2000). Valoración de empresas y creación de valor económico agregado. En J. Cárdenas y M. Gutiérrez (Coords), *Gerencia financiera: Experiencias y oportunidades de la banca de inversión* (pp. 327-328). Santafé de Bogotá: Tercer Mundo/Uniandes/Facultad de Administración de la Universidad de los Andes.

Chagolla, M. (2010). El financiamiento en las pymes. *Ciencias Empresariales* [Revista en línea], 18, 17-33. Disponible: <http://www.iadres.org.mx/pdf/revista18.pdf> [Consulta: 2013, Mayo 7]

Céspedes, J., González, M. y Molina, C. (2008). *Ownership concentration and the determinants of capital structure in Latin America* [Documento en línea]. Disponible: <http://www.iae.edu.ar/pi/Documentos%20Investigacion/Research%20Seminars/OwnershipConcentrationCGM.pdf> [Consulta: 2013, Febrero 27]

- Comisión Venezolana de Normas Industriales, COVENIN. (1987). *Norma venezolana COVENIN 2030-87: Clasificación de empresas de alojamiento turístico* [Documento en línea]. Disponible: <http://www.mintur.gob.ve/descargas/normacovenin.pdf> [Consulta: 2012, Agosto 13]
- Contreras de Ussher, I. (2005). *Glosario y formulario de administración financiera*. Mérida, Venezuela: Consejo de Estudios de Postgrado (CEP), Consejo de Desarrollo Científico, Humanístico y Tecnológico (CDCHT), Comisión de Desarrollo de Pregrado (CODEPRE) y Consejo de Publicaciones de la Universidad de Los Andes.
- Contreras, I. (2010). *Presentación 7: Administración del capital de trabajo* [Documento en línea]. Disponible: [http://www.ceidis.ula.ve/cursos/economia/gerencial/tema\\_5/plan\\_del\\_curso5.html](http://www.ceidis.ula.ve/cursos/economia/gerencial/tema_5/plan_del_curso5.html) [Consulta: 2015, Agosto 19]
- Corporación de Los Andes, CORPOANDES. *Dossier municipal 2010: Santos Marquina – Mérida* [Documento en línea]. Disponible: <http://www.corpoandes.gov.ve> [Consulta: 2012, Noviembre 18]
- Corporación Merideña de Turismo, CORMETUR. (2011). Registros de empresas de alojamiento turísticos ubicadas en el Estado Mérida. Unidad de estadística.
- Coss Bu, R. (1986). *Análisis y evaluación de proyectos de inversión*. México: Limusa
- Cruz, C. (2012). *Medición y análisis de un modelo para la determinación del costo de capital de las pymes del subsector de confección en Bogotá* [Versión completa en línea]. Trabajo de grado de maestría no publicado, Universidad Nacional de Colombia, Disponible: <http://www.bdigital.unal.edu.co/8159/> [Consulta: 2013, Mayo 7]
- Da Silva, R. (2002). *Teoría de la administración*. México: Thomson Learning.
- Dávila, M. (2005). *Análisis de las fuentes de financiamiento de las pequeñas y medianas industrias de la ciudad de Guatire. Municipio Zamora del Estado Miranda. Período 2000-2003*. Mérida, Venezuela: Universidad de Los Andes, Facultad de Ciencias Económicas y Sociales.



Decreto con Rango, Valor y Fuerza de Ley Orgánica de Turismo (Decreto No. 9.044) (2012, Junio 15). *Gaceta Oficial de la República Bolivariana de Venezuela*, 6.079.

Decreto con Rango, Valor y Fuerza de Ley Orgánica de Turismo (Decreto No. 5.999) (2008, Julio 31). *Gaceta Oficial de la República Bolivariana de Venezuela*, 5.889.

*Diccionario de contabilidad y finanzas*. (2002). Madrid: Cultural.

Ezagüi, C. (1997). *El turismo receptivo*. Mérida, Venezuela: Universidad de Los Andes, Consejo de Publicaciones (CP) / Fundación para el Desarrollo de la Ciencia y la Tecnología (FUNDACITE).

Fernández, M., Cazorla, L. y López, M. (2009). Problemática financiera de las pequeñas y medianas empresas de los estados venezolanos Carabobo y Aragua. *Anales de la Universidad Metropolitana* [Revista en línea], 9(2), 37-59. Disponible: <http://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=3623978> [Consulta: 2015, Septiembre 21]

Fernández, M. (2010). Descontextualización de las teorías financieras: ¿se puede hablar de factores determinantes de la estructura de capital de las pyme venezolanas?. *Revista de Ciencias Sociales* [Revista en línea], 16(1), 117-127. Disponible: <http://redalyc.uaemex.mx/redalyc/pdf/280/28016297011.pdf> [Consulta: 2012, Febrero 15]

Ferreira, B. (2011). *Cálculo do custo médio ponderado do capital da empresa ABC, S.A* [Versión completa en línea]. Trabajo de grado de maestría no publicado, Universidade de Coimbra, Portugal. Disponible: <https://estudogeral.sib.uc.pt/handle/10316/15735> [Consulta: 2013, Mayo 7]

Ferrer, M. y Tresierra, A. (2009). Las pymes y las teorías modernas sobre la estructura de capital. *Compendium* [Revista en línea], 22, 65-83. Disponible: <http://www.ucla.edu.ve/dac/compendium/> [Consulta: 2013, Febrero 27]

Gama, L. (2009). Costo de Capital: Sector avícola periodo 2000-2007. *Criterio Libre* [Revista en línea], 7(10), 123-143. Disponible: <http://criteriolibre.unilibre.edu.co/index.php/clubre/article/view/22> [Consulta: 2013, Mayo 7]

Gitman, L. (2000). *Principios de administración financiera*. México: Pearson Educación.

Grado, A. (2011). Teoría de la estructura de capital y su impacto en la toma de decisiones de inversión y financiamiento. *Visión Gerencial*. [Revista en línea], 10(1), 188-206. Disponible: <http://erevistas.saber.ula.ve/index.php/visiongerencial/article/view/3460/3355> [Consulta: 2015, Septiembre 21]

Haime, L. (2004). *Reestructuración integral de las empresas como base de la supervivencia* [Libro en línea]. Disponible: [https://books.google.co.ve/books?id=PfZ7H2kYv\\_IC&pg=PA168&dq=obligaciones+quiografarias&hl=es-419&sa=X&ved=0CCoQ6AEwA2oVChMI0vTny4PFxwIVwaUeCh0IAghz#v=onepage&q=obligaciones%20quiografarias&f=false](https://books.google.co.ve/books?id=PfZ7H2kYv_IC&pg=PA168&dq=obligaciones+quiografarias&hl=es-419&sa=X&ved=0CCoQ6AEwA2oVChMI0vTny4PFxwIVwaUeCh0IAghz#v=onepage&q=obligaciones%20quiografarias&f=false) [Consulta: 2015, Agosto 27]

Hernández, R., Fernández, C. y Baptista, M. (2010). *Metodología de la investigación*. México: McGraw-Hill.

Hurtado de Barrera, J. (2008). *Cómo formular objetivos de investigación: Una comprensión holística*. Caracas: Quirón-Sypal.

Hurtado de Barrera, J. (2010). *El proyecto de investigación: Comprensión holística de la metodología y la investigación*. Caracas: Quirón-Sypal.

Instituto Nacional de Estadística, INE (2010). *IV Censo económico: 2007-2008* [Documento en línea]. Disponible: <http://www.ine.gov.ve/documentos/Economia/IVCensoEconomico/pdf/InformeIVCE.pdf> [Consulta: 2012, Marzo 1]

Instructivo de Servicios Complementarios (República Bolivariana de Venezuela). (2013, Agosto 07). [Transcripción en línea]. Disponible: [http://www.mintur.gob.ve/mintur/wp-content/uploads/2014/04/2.2-G.O-N%C2%B0-40224\\_Resoluci%C3%B3n-N%C2%B0075\\_Servicios-complementarios.pdf](http://www.mintur.gob.ve/mintur/wp-content/uploads/2014/04/2.2-G.O-N%C2%B0-40224_Resoluci%C3%B3n-N%C2%B0075_Servicios-complementarios.pdf) [Consulta: 2015, Enero 13]

Johnson, R., Kast, F. y Rosenzweig, L. (1966). *Teoría, integración y administración de sistema*. México: Editorial LIMUSA-WILEY.

Koontz, H. y Wehrich, H. (1994) *Administración: Una Perspectiva global*. México: McGraw-Hill.

Ley de Crédito para el Sector Turismo (República Bolivariana de Venezuela). (2009, Agosto 27). [Transcripción en línea]. Disponible: [http://www.sucreturismo.gob.ve/institucional/leyes/Ley\\_Credito\\_Turismo.pdf](http://www.sucreturismo.gob.ve/institucional/leyes/Ley_Credito_Turismo.pdf) [Consulta: 2012, Marzo 1]

Linares, H. (2013). *Banca venezolana: Antecedentes, negocios y riesgo bancario, créditos documentarios, fideicomiso y mercado de capitales* [Libro en línea]. Disponible: <https://books.google.co.ve/books?id=0b53j25BWzQC&pg=PA582&dq=obligaciones+quiografarias&hl=es-419&sa=X&ved=0CDMQ6AEwBWoVChMI0vTny4PFxwIVwaUeCh0IAghz#v=onepage&q=obligaciones%20quiografarias&f=false> [Consulta: 2015, Agosto 27]

Loring, J. (2004). *La gestión financiera*. Barcelona, España: Deusto.

Mac an Bhaird, C. (2010). *Resourcing small and medium sized enterprises: A financial growth life cycle approach* [Libro en línea]. Disponible: <http://books.google.co.ve> [Consulta: 2013, Febrero 28]

Manuelito, S. y Jiménez, L. (2010). *Los mercados financieros en América Latina y el financiamiento de la inversión: hechos estilizados y propuestas para una estrategia de desarrollo* [Documento en línea]. Santiago de Chile: Naciones Unidas/CEPAL. Disponible: [http://www.eclac.org/publicaciones/xml/8/41788/SERIE\\_107-ManuelitoyJimenez2.pdf](http://www.eclac.org/publicaciones/xml/8/41788/SERIE_107-ManuelitoyJimenez2.pdf) [Consulta: 2013, Febrero 28]

Mayorga, J. (2012). *La medición del costo promedio ponderado de capital WACC, factor determinante en las deficientes decisiones de inversión-financiamiento de las pymes del sector industria de la ciudad de Bogotá DC* [Documento en línea]. Ponencia presentada en el XVII Congreso Internacional de Contaduría, Administración e Informática, México, D.F. Disponible: <http://congreso.investiga.fca.unam.mx/docs/xvii/docs/K09.pdf> [Consulta: 2015, Septiembre 21]

Ministerio del Poder Popular para el Turismo y Corporación Merideña de Turismo. (2013). [Página Web en Línea]. Disponible: <http://www.meridatuestino.com/> [Consulta: 2014, agosto 17]

- Morillo, M. (2000). *Impacto financiero de los créditos otorgados por FONFIMER en la pequeña y mediana industria del Estado Mérida: Diagnóstico 1991 – 1998*. Mérida, Venezuela: Universidad de Los Andes.
- Morillo, M. (2006). El turismo receptivo del estado Mérida en cifras. *Visión Gerencial* [Revista en línea], 5(2), 178-201. Disponible: <http://www.saber.ula.ve/bitstream/123456789/25115/2/articulo6.pdf> [Consulta: 2012, Marzo 7]
- Moscoso, J., Sepúlveda, C., García, A. y Restrepo, A. (2012). Costo de capital en entornos económicos cambiantes: Caso Valle de Aburrá (Antioquía). *Revista Facultad de Ciencias Económicas: Investigación y reflexión* [Revista en línea], 20(2), 189-203. Disponible: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=90925810014> [Consulta: 2013, Mayo 7]
- Moscoso, J. y Sepúlveda, C. (2014). *Costo de capital: conceptos y aplicaciones* [Libro en línea]. Disponible: [http://issuu.com/cienciaseconomicasudea/docs/costo\\_de\\_capital\\_conceptos\\_y\\_aplica](http://issuu.com/cienciaseconomicasudea/docs/costo_de_capital_conceptos_y_aplica) [Consulta: 2015, Septiembre 7]
- Moyer, R., McGuigan, J. y Kretlow, W. (2005). *Administración financiera contemporánea*. México: Thomson Learning.
- Normas para regular la actividad de los campamentos turísticos (República Bolivariana de Venezuela). (1992, Enero 23). [Transcripción en línea]. Disponible: <http://www.mintur.gob.ve/mintur/wp-content/uploads/2014/04/Normas-para-Campamentos-de-Turismo.pdf> [Consulta: 2015, Enero 13]
- Olmos, L. y García, R. (2011). *Estructura de mercado turístico*. Madrid: Paraninfo.
- Organización Mundial del Turismo, OMT. (2008). *Cuenta satélite de turismo: Recomendaciones sobre el marco conceptual, 2008* [Documento en línea]. Disponible: [http://unstats.un.org/unsd/publication/Seriesf/SeriesF\\_80rev1s.pdf](http://unstats.un.org/unsd/publication/Seriesf/SeriesF_80rev1s.pdf) [Consulta: 2012, Agosto 13]
- Ortiz, F. (2011). *Diccionario de metodología de la investigación científica*. México: Limusa.

- Parella, S. y Martins, F. (2006). *Metodología de la investigación cuantitativa*. Caracas: FEDEUPEL.
- Parra, E. y Calero, F. (2006). *Gestión y dirección de empresas turísticas*. Madrid: McGraw-Hill.
- Pascale, R. (1992). *Decisiones financieras*. Buenos Aires: Ediciones Macchi.
- Plan de la Patria: Segundo plan socialista de desarrollo económico y social de la nación, 2013-2019* [Documento en línea]. [http://www.asambleanacional.gob.ve/uploads/botones/bot\\_90998c61a54764da3be94c3715079a7e74416eba.pdf](http://www.asambleanacional.gob.ve/uploads/botones/bot_90998c61a54764da3be94c3715079a7e74416eba.pdf) [Consulta: 2014, Abril 21]
- Plan Estratégico Nacional de Turismo (PENT) 2009-2013* [Documento en línea]. Disponible: <http://www.slideshare.net/MRAUSTIN/plan-estrategico-nacional-de-turismo-2009-2013> [Consulta: 2014, Abril 21]
- Plan Estratégico Nacional de Turismo (PENT) 2013-2019* [Documento en línea]. Disponible: <http://www.hotelescuela.org.ve/wp/plan-estrategico-nacional-de-turismo-pent-2013-2019/> [Consulta: 2014, Abril 21]
- Redondo, A. (2002). *Curso práctico de matemática financiera*. Caracas: Centro Contable Venezolano.
- Reglamento Parcial de la Ley Orgánica de Turismo sobre Establecimientos de Alojamiento Turísticos (Decreto No. 3.094)(1998, Diciembre 21). *Gaceta Oficial de la República Bolivariana de Venezuela*, 36.607.
- Rivero, F. (2001). *Visitando a Mérida*. Mérida, Venezuela: Universidad de Los Andes.
- Robbins, S. y DeCenzo, D. (2002). *Fundamentos de administración: Conceptos esenciales y aplicaciones*. México: Pearson Educación.
- Rodríguez, J. (2003). *Introducción a la administración con enfoque de sistema*. México: Thomson Learning.
- Rodríguez, J. (2005). *Cómo aplicar la planeación estratégica a la pequeña y mediana empresa*. México: Thomson Learning.

- Salloum, C. y Vigier, H. (1999). Sobre la determinación de la estructura de capital en la pequeña y mediana empresa. En R. Dichiara, *Competitividad de pequeña y medianas empresas industriales y desarrollo regional* (pp.203-223). Bahía Blanca, Argentina: Universidad Nacional del Sur.
- Sumoza, R. (2006). *Diseño de un modelo de evaluación alternativa de la mipyme del Estado Mérida para el acceso al financiamiento*. Mérida, Venezuela: Universidad de Los Andes, Facultad de Ciencias Económicas y Sociales.
- Sumoza, R. y Ponsot, E. (2007). Estructura de las mipymes merideñas desde la óptica de su acceso al financiamiento formal. *Actualidad contable FACES* [Revista en línea], 10(15), 110-121. Disponible: <http://www.saber.ula.ve/bitstream/123456789/17424/1/articulo9.pdf> [Consulta: 2015, Septiembre 21]
- Superintendencia de las Instituciones del Sector Bancario, SUDEBAN. (2011). *Memoria y cuenta SUDEBAN 2010* [Documento en línea]. Disponible: [http://sudeban.gob.ve/uploads/Mi/SD/MiSDqYm2Sc1I7JXr71ihXw/memoria\\_anual\\_2010.pdf](http://sudeban.gob.ve/uploads/Mi/SD/MiSDqYm2Sc1I7JXr71ihXw/memoria_anual_2010.pdf) [Consulta: 2012, Marzo 6]
- Superintendencia de las Instituciones del Sector Bancario, SUDEBAN. (2012). *Informe estadístico anual 2011* [Documento en línea]. Disponible: <http://sudeban.gob.ve/webgui/inicio/publicaciones3/informacion-estadistica/informacin-estadstica-2011> [Consulta: 2014, Abril 23]
- Superintendencia de las Instituciones del Sector Bancario, SUDEBAN. (2012). *Memoria y cuenta institucional 2011* [Documento en línea]. Disponible: [http://sudeban.gob.ve/uploads/uS/\\_A/uS\\_Ab8ehLUPoHYGCu1qQUQ/memoria\\_anual\\_2011\\_web.pdf](http://sudeban.gob.ve/uploads/uS/_A/uS_Ab8ehLUPoHYGCu1qQUQ/memoria_anual_2011_web.pdf) [Consulta: 2014, Abril 23]
- Superintendencia de las Instituciones del Sector Bancario, SUDEBAN. (2013). *Memoria y cuenta institucional 2012* [Documento en línea]. Disponible: [http://sudeban.gob.ve/uploads/UZ/tO/UZtO6REQjTmHAq5GiUSoQ/memoria\\_sudeban\\_2012\\_web.pdf](http://sudeban.gob.ve/uploads/UZ/tO/UZtO6REQjTmHAq5GiUSoQ/memoria_sudeban_2012_web.pdf) [Consulta: 2014, Abril 23]
- Tabulador de servicios para las categorías de los establecimientos de alojamiento turístico: Tipo estancia de turismo (República Bolivariana de Venezuela). (1999, Enero 19). [Transcripción en línea]. Disponible: <http://www.mintur.gob.ve/mintur/wp-content/uploads/2014/02/Resoluci%C3%99>

B3n-N%C2%B0001\_Tabulador-Estancia-de-Turismo-1999-1.pdf  
[Consulta: 2015, Enero 13]

Termes, R. (1998). *Inversión y coste de capital: Manual de finanzas*. Madrid: McGraw-Hill.

Toro, J. (2012). *Fundamentos de teoría económica: Conceptos prácticos de micro y macroeconomía* [Libro en línea]. Disponible: [http://books.google.co.ve/books?id=GxvB0FapEiUC&pg=PT87&source=gs\\_toc\\_r&cad=2#v=onepage&q&f=false](http://books.google.co.ve/books?id=GxvB0FapEiUC&pg=PT87&source=gs_toc_r&cad=2#v=onepage&q&f=false) [Consulta: 2015, Enero 12]

Universidad Pedagógica Experimental Libertador, UPEL. (2008). *Manual de trabajos de grado de especialización y maestría y tesis doctorales*. Caracas: FEDEUPEL.

Van Horne, J. y Wachowicz, J. (2002). *Fundamentos de administración financiera*. México: Pearson Educación.

Vargas, A. (2011). Estimación del costo del patrimonio y costo del capital por medio de tasas de rendimiento ajustadas al riesgo. *Investigación & Desarrollo* [Revista en línea], 11, 118-135. Disponible: [http://www.upb.edu/sites/default/files/11Art-Vargas-Patrimonio-WebS\\_0.pdf](http://www.upb.edu/sites/default/files/11Art-Vargas-Patrimonio-WebS_0.pdf) [Consulta: 2015, Septiembre 21]

Venavides, J. (2011). *El costo de capital* [Versión completa en línea]. Trabajo de grado de maestría no publicado, Universidad de El Salvador. Disponible: <http://ri.ues.edu.sv/1171/> [Consulta: 2013, Mayo 7]

Vértice. (2007). *Marketing Turístico*. España: Editorial Vértice.

Vidaurri, H. (2001). *Matemáticas financieras*. México: Thomson Learning.

Villamediana, Z. y Berbesi, L. (2009). *Creciendo con el turismo* [Documento en línea]. Disponible: <http://www.fundes.org/uploaded/content/publicacione/677392810.pdf> [Consulta: 2012, Febrero 29]

Zúñica, S. y Soria, K. (2009). Costo de capital del sector pesquero-acuícola chileno. *Interciencia* [Revista en línea], 34(8), 543-550. Disponible: [http://www.scielo.org.ve/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0378-18442009000800006](http://www.scielo.org.ve/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0378-18442009000800006) [Consulta: 2013, Mayo 7].

**ANEXOS**

[www.bdigital.ula.ve](http://www.bdigital.ula.ve)

c.c Reconocimiento



**ANEXO A**

**Directorio de Cabañas Turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado  
Mérida inscritas en el Registro Turístico Nacional (RTN)  
Año 2011**

**Cabañas Turísticas del Municipio Santos Marquina del Estado Mérida  
inscritas en el Registro Turístico Nacional (RTN)**

<b>N°</b>	<b>Nombre del Establecimiento</b>	<b>N° RTN</b>	<b>Dirección</b>	<b>Teléfono</b>
1	Alojamiento Turístico Los Tabayes	5501	Calle mi Viejo Camino. San Rafael de Tabay.	(0274) 2830087 – (0274) 2662856
2	Alojamiento Turístico La Capea	5483	San Rafael de Tabay. Sector La Mano Poderosa.	(0274) 2830032 – (0274) 2445670
3	Agroturismo Prado Paraíso	5153	Aldea Mucunután.	(0274) 2830350 – (0274) 2663169
4	Agroturismo El Tejar	5154	Sector Los Dos Caminos. Aldea Mucunután.	(0274) 2830364 – (0274) 2715516
5	Alojamiento Turístico Doña Chona, C.A.	5407	San Rafael de Tabay. Calle Los Higueros.	(0274) 2830125
6	Cabañas Turísticas Las Casitas de Tabay	5426	Carretera Trasandina, San Rafael de Tabay.	(0274) 8720089 – (0274) 8722417 – (0274) 2830225
7	Cabañas Mucuratay, C.A.	4998	San Rafael de Tabay. Calle La Lagureña.	(0274) 2830107 – (2074) 4169857
8	Residencias Turísticas El Viejo	4810	La Mucuy Alta.	(0274) 2666282
9	Estancia Mucunuy S.R.L.	4978	Vía Mucunután. Sector El Salado, carretera Principal.	(0274) 2830015 – (0274) 2450588

<b>N°</b>	<b>Nombre del Establecimiento</b>	<b>N° RTN</b>	<b>Dirección</b>	<b>Teléfono</b>
10	Inversiones Xinia y Peiter, C.A.	5502	Qta Xinia. Sector El Salado, vía Minubas, Tabay.	(0274) 2830214 – (2074) 2830454
11	Cabañas Villa Zoila	5126	La Pueblita de Tabay.	(0274) 2830152
12	Cabañas Barbaepalo, C.A.	6987	La Mucuy Baja. Sector El Salado, vía Minubas, Tabay.	(0274) 8085940
13	Inversora Madrigal, C.A.		Sector El Cucharito Bajo, frente a las Aguas Termales de Tabay.	(0274) 2830093
14	Cabañas Casa y Campo	7368	Sector La Mucuy Alta. Vía Parque Sierra Nevada.	(0274) 5111343
15	Finca Agroturística Espíritu Santo	7595	Sector Aldea Turística Mucunután, a 2 km de la población de Tabay.	(0274) 2830178
16	Némesis, C.A. Cabañas Loma Linda.	8386	Carretera final Los dos Caminos, casa Complejo Turístico Sierra Linda, Mucunután, Tabay.	(0274) 6582415
17	Cabañas Las Minas de San Eusebio	9271	Sector La Vega, carretera principal, vía Mucunután.	(0274) 6571511
18	Asociación Cooperativa Villa Amanecer, ME1, R.L. Posada.	9358	Carretera Trasandina, sector San Rafael de Tabay.	(0274) 2830172

**ANEXO B**

**Instrumentos para la Recolección de Datos sometidos al Juicio de los  
Expertos**

[www.bdigital.ula.ve](http://www.bdigital.ula.ve)

c.c Reconocimiento



[ANEXO B-1]  
[Cuestionario]



REPÚBLICA BOLIVARIANA DE VENEZUELA  
UNIVERSIDAD DE LOS ANDES  
CENTRO DE INVESTIGACIONES Y DESARROLLO EMPRESARIAL  
SECCIÓN DE POSTGRADO  
MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN, MENCIÓN FINANZAS

CUESTIONARIO DIRIGIDO AL PROPIETARIO DE LA EMPRESA

**DATOS DE IDENTIFICACIÓN**

Fecha de la encuesta:

\_\_\_\_\_

Nombre y apellido del encuestador:

www.bdigital.ula.ve

Nombre y apellido del entrevistado:

\_\_\_\_\_

Profesión: \_\_\_\_\_ S

exo: F\_\_ M\_\_

**DATOS DE LA EMPRESA**

1. Nombre \_\_\_\_\_ del \_\_\_\_\_ Establecimiento:

\_\_\_\_\_

2. Número de Registro Turístico Nacional (RTN):

\_\_\_\_\_

3. Dirección \_\_\_\_\_ exacta:

\_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_

Teléfono:

4. Forma Jurídica del Establecimiento (Marque con una X):

Firma Personal	<input type="checkbox"/>
Compañía Anónima	<input type="checkbox"/>
Sociedad de Responsabilidad Limitada	<input type="checkbox"/>
Cooperativa	<input type="checkbox"/>

Otro (especifique): \_\_\_\_\_

5. Categoría del establecimiento asignada por la Corporación de Turismo de Venezuela (marque con una X):

Estrella: 1 estrella  2 estrellas  3 estrellas  4 estrellas  5 estrellas

Clase: 1º clase  2º clase  3º clase

No categorizada (pasar a la pregunta N°7)

6. ¿Actualmente está tramitando el cambio de categoría de su establecimiento?

Sí \_\_\_ No ¿por qué? \_\_\_

7. ¿Está gestionando el proceso de categorización de su establecimiento ante el órgano competente (CORMETUR)?

Sí \_\_\_ No ¿Por qué? \_\_\_

8. Número de trabajadores:

Menor a 5 trabajadores  Entre 5 y 20 trabajadores  Entre 21 y 100 trabajadores  Más de 100 trabajadores

9. Tiempo de funcionamiento:

Menor a 1 año  Entre 1 y 3 años  Mayor a 3 años

### FUENTES DE FINANCIAMIENTO EMPLEADAS POR LA EMPRESA

10. De acuerdo a la lista que se le presenta a continuación. Indique con una X el tipo de financiamiento que utiliza con más frecuencia en su empresa.

1. Crédito de proveedores		8. Préstamos bancarios a largo plazo	
2. Crédito bancario a corto plazo		9. Préstamos de Organismos Públicos	
3. Descuento comercial		10. Arrendamiento financiero	
4. Factoring		11. Emisión de Bonos	
5. Papeles comerciales		12. Aportes de capital	
6. Financiamiento de prestamistas		13. Reinversión de utilidades retenidas	
7. Financiamiento de familiares y amigos		14. Otros ¿cuáles?	

11. En los últimos 5 años, ¿Usted recibió financiamiento a corto plazo (*plazo menor a un año*)?

Sí \_\_\_\_ No \_\_\_\_

¿Quién le otorgó el financiamiento?

\_\_\_\_\_

¿A qué tasa le otorgaron el financiamiento?

\_\_\_\_\_

12. En la siguiente tabla, identifique los instrumentos de financiamiento a **corto plazo** (*menores a 1 año*) utilizados por la empresa durante el **período 2010 – 2012**; así como, las características del mismo.

		MONTO (PROMEDIO)	TIPO DE GARANTÍA	PLAZO PARA PAGAR	FORMA DE PAGO	TASA DE INTERÉS	SALDO COMPEN- SATORIO	GASTO DE FORMA- LIZACIÓN	PROPÓSITO DEL FINANCIAMIENTO
<b>Crédito de Proveedores (promedio)</b>					Al vencimiento <input type="checkbox"/> Pagos periódicos <input type="checkbox"/>				Capital de trabajo <input type="checkbox"/> Inversiones de capital <input type="checkbox"/>
<b>Crédito Bancario a corto plazo (1)</b>	¿Cuál Entidad Financiera?				Al vencimiento <input type="checkbox"/> Pagos periódicos <input type="checkbox"/>				Capital de trabajo <input type="checkbox"/> Inversiones de capital <input type="checkbox"/>
<b>Crédito Bancario a corto plazo (2)</b>	¿Cuál Entidad Financiera?				Al vencimiento <input type="checkbox"/> Pagos periódicos <input type="checkbox"/>				Capital de trabajo <input type="checkbox"/> Inversiones de capital <input type="checkbox"/>
<b>Préstamo de organismos públicos</b>	¿Cuál Organismo?				Al vencimiento <input type="checkbox"/> Pagos periódicos <input type="checkbox"/>				Capital de trabajo <input type="checkbox"/> Inversiones de capital <input type="checkbox"/>



<b>Financiamiento Prestamistas</b>				Al vencimiento <input type="checkbox"/>				Capital de trabajo <input type="checkbox"/>
				Pagos periódicos <input type="checkbox"/>				Inversiones de capital <input type="checkbox"/>
<b>Financiamiento Familiares y Amigos</b>				Al vencimiento <input type="checkbox"/>				Capital de trabajo <input type="checkbox"/>
				Pagos periódicos <input type="checkbox"/>				Inversiones de capital <input type="checkbox"/>
<b>Otro (especifique)</b>				Al vencimiento <input type="checkbox"/>				Capital de trabajo <input type="checkbox"/>
				Pagos periódicos <input type="checkbox"/>				Inversiones de capital <input type="checkbox"/>
<b>Otro (especifique)</b>				Al vencimiento <input type="checkbox"/>				Capital de trabajo <input type="checkbox"/>
				Pagos periódicos <input type="checkbox"/>				Inversiones de capital <input type="checkbox"/>

13. En el caso de los créditos comerciales ¿Sus proveedores le han ofrecido descuentos por pronto pago?

Sí \_\_\_ No \_\_\_

14. ¿Usted ha aprovechado esos descuentos?

Sí \_\_\_ No \_\_\_

15. ¿Bajo qué condiciones le han otorgado esos descuentos?

- a. 5% antes de los 10 días
- b. 3% antes de los 15 días
- c. 1% antes de los 30 días
- d. Ninguna de las condiciones anteriormente mencionadas. Por favor, especifique las condiciones del descuento

\_\_\_\_\_

16. En los últimos 10 años, ¿Usted recibió financiamiento a largo plazo (plazo mayor a un año)?

Sí \_\_\_ No \_\_\_

¿En qué año(s) recibió el financiamiento?

2002

2007

2003

2008

2004

2009

2005

2010

2006

2011

¿Quién le otorgó el financiamiento?

\_\_\_\_\_

¿A qué tasa de interés le otorgaron el financiamiento?

\_\_\_\_\_

17. En la siguiente tabla, identifique los instrumentos de financiamiento a **largo plazo** (*mayores a 1 año*) utilizados por la empresa durante el **período 2010 – 2012**; así como, las características del mismo.

		MONTO RECIBIDO	PERÍODO DE GRACIA	TIPO DE GARANTÍA	PLAZO PARA PAGAR	FORMA DE PAGO	TASA DE INTERÉS	GASTO DE FORMALIZACIÓN	PRIMA DE EMISIÓN (*)	PROPÓSITO DEL FINANCIAMIENTO
<b>Préstamo Bancario a Largo Plazo (1)</b>	¿Cuál Entidad Financiera?					Al vencimiento				Capital de trabajo
						<input type="checkbox"/>				<input type="checkbox"/>
<b>Préstamo Bancario a Largo Plazo (2)</b>	¿Cuál Entidad Financiera?					Al vencimiento				Capital de trabajo
						<input type="checkbox"/>				<input type="checkbox"/>
<b>Préstamos de Organismos Públicos (1)</b>	¿Cuál Organismo ?					Al vencimiento				Capital de trabajo
						<input type="checkbox"/>				<input type="checkbox"/>
<b>Préstamos de Organismos Públicos (2)</b>	¿Cuál Organismo ?					Al vencimiento				Capital de trabajo
						<input type="checkbox"/>				<input type="checkbox"/>

Otro (especifique)					Al vencimiento				Capital de trabajo	<input type="checkbox"/>
					Pagos periódicos				<input type="checkbox"/>	Inversiones de capital
Otro (especifique)					Al vencimiento				Capital de trabajo	<input type="checkbox"/>
					Pagos periódicos				<input type="checkbox"/>	Inversiones de capital

*(\*)Aplica sólo para Bonos emitidos por la empresa*

www.bdigital.ula.ve

18. Durante el período 2010 – 2012, ¿Los propietarios han aportado fondos o recursos propios a la empresa?

Sí \_\_\_\_

No \_\_\_\_ (pasar a la pregunta N° 20)

19. ¿Qué tipo de recursos han aportado los propietarios?

a. Dinero  \_\_\_\_\_ Bs.

b. Bienes muebles  \_\_\_\_\_ Bs.

c. Bienes inmuebles  \_\_\_\_\_ Bs.

d. Otro (especifique): \_\_\_\_\_

20. Durante el período 2010 – 2012, ¿Usted ha reinvertido las utilidades generadas en su negocio?

Sí \_\_\_\_ No \_\_\_\_

21. De ser afirmativa la respuesta 20. ¿Cuál fue el **propósito** de la reinversión de las utilidades de su negocio?

1. Pagar nómina		4. Pagar los compromisos con los proveedores	
2. Adquirir equipos		5. Remodelar la edificación	
3. Realizar compras (insumos, materiales)		6. Otros (especifique):	

22. Durante el período 2010 – 2012 ¿Usted decretó el pago de dividendos?

Sí \_\_\_\_ (pasar a las preguntas N° 23, 24 y 25)

No \_\_\_\_ (*finaliza el cuestionario*)

23. ¿Qué porcentaje de las utilidades retenidas, durante el período 2010 – 2012, destinó al decreto de los dividendos?

0 –  21 –  41 –  61 –  81-   
 0%            20%            40%            60%            80%            100%

24. ¿Usted ha pagado dividendos en los últimos 5 años?

Sí \_\_\_ No \_\_\_

25. En las siguientes tablas, indique con una X, **la frecuencia y la forma como pagó los dividendos** de su empresa, para los años 2008, 2009, 2010, 2011 y 2012.

<b>Dividendos decretados para el año 2008</b>	<b>Los dividendos decretados del año 2008 fueron pagados:</b> Trimestralmente <input type="checkbox"/> Semestralmente <input type="checkbox"/> Al año <input type="checkbox"/> Otro (especifique) _____	<b>Forma en que pagó esos dividendos</b>  Efectivo <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> Especies
---	--	---

<b>Dividendos decretados para el año 2009</b>	<b>Los dividendos decretados del año 2009 fueron pagados:</b> Trimestralmente <input type="checkbox"/> Semestralmente <input type="checkbox"/> Al año <input type="checkbox"/> Otro (especifique) _____	<b>Forma en que pagó esos dividendos</b>  Efectivo <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> Especies
---	--	---

<p><b>Dividendos decretados para el año 2010</b></p>	<p><b>Los dividendos decretados del año 2010 fueron pagados:</b></p> <p>Trimestralmente <input type="checkbox"/></p> <p>Semestralmente <input type="checkbox"/></p> <p>Al año <input type="checkbox"/></p> <p>Otro (especifique)</p> <p>_____</p>	<p><b>Forma en que pagó esos dividendos</b></p> <p>Efectivo <input type="checkbox"/></p> <p><input type="checkbox"/></p> <p>Especies</p>
--	---	--

[www.bdigital.ula.ve](http://www.bdigital.ula.ve)

<p><b>Dividendos decretados para el año 2011</b></p>	<p><b>Los dividendos decretados del año 2011 fueron pagados:</b></p> <p>Trimestralmente <input type="checkbox"/></p> <p>Semestralmente <input type="checkbox"/></p> <p>Al año <input type="checkbox"/></p> <p>Otro (especifique)</p> <p>_____</p>	<p><b>Forma en que pagó esos dividendos</b></p> <p>Efectivo <input type="checkbox"/></p> <p><input type="checkbox"/></p> <p>Especies</p>
--	---	--

<p><b>Dividendos decretados para el año 2012</b></p>	<p><b>Los dividendos decretados del año 2012 fueron pagados:</b></p> <p>Trimestralmente <input type="checkbox"/></p> <p>Semestralmente <input type="checkbox"/></p> <p>Al año <input type="checkbox"/></p> <p>Otro (especifique)</p> <p>_____</p>	<p><b>Forma en que pagó esos dividendos</b></p> <p>Efectivo <input type="checkbox"/></p> <p><input type="checkbox"/></p> <p>Especies</p>
--	---	--





[ANEXO B-2]  
[Matriz de Registro]



**BALANCE GENERAL**

Fecha de Registro: _____
Nombre del Establecimiento: _____
Número de Expedientes: _____

www.bdigital.ula.ve **ESTRUCTURA DE INVERSIÓN**

Cód.	Cuenta o Indicador	2011	2012	2013
<b>ACTIVO</b>				
	<b>Activo corriente (AC)</b>			
AC-1	Efectivo y equivalente de efectivo			
AC-2	Documentos y cuentas por cobrar comerciales y otras			
AC-3	Inventarios y suministros			
AC-4	Otros activos corrientes			

	<b>Activo no corriente (ANC)</b>			
ANC-1	Efectos y cuentas por cobrar a largo plazo			
ANC-2	Inversiones permanentes			
ANC-3	Inversiones para la venta a largo plazo			
ANC-4	Propiedad, planta y equipo			
ANC-5	Intangibles			
ANC-6	Impuestos diferidos			
ANC-7	Otros activos no corrientes			

### ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO

Cód.	Cuenta o Indicador	2011	2012	2013
<b>PASIVO</b>				
<b>Pasivo corriente (PC)</b>				
PC-1	<b>Préstamos a corto plazo</b>			
	Sobregiro bancario			
	Crédito bancario a corto plazo			
Cód.	Cuenta o Indicador	2011	2012	2013
	Efecto por pagar bancario			
	Otros préstamos a corto plazo			
PC-2	<b>Porción corriente de las obligaciones financieras</b>			

PC-3	<b>Documentos y cuentas por pagar comerciales y otras</b>			
	Otras cuentas por pagar			
	Cuentas por pagar comerciales			
	Efectos por pagar comerciales			
PC-4	<b>Gastos acumulados y retenciones</b>			
PC-5	<b>Otros pasivos corrientes</b>			
PC-6	Dividendos por pagar			
PC-7	<b>Impuestos sobre la renta por pagar</b>			
	<b>Pasivo no corriente (PNC)</b>			
PNC-1	<b>Obligaciones a largo plazo</b>			
	Efectos por pagar a largo plazo			
	Cuenta por pagar a largo plazo			
	Préstamo por pagar a largo plazo			
	Bonos por pagar a largo plazo			
	Hipoteca por pagar a largo plazo			
PNC-2	<b>Impuesto diferido</b>			
PNC-3	<b>Pasivos laborales</b>			
	Anticipo de prestaciones sociales			
	Prestaciones sociales por pagar			
PNC-4	<b>Otros pasivos no corrientes</b>			
	Crédito diferidos			
	Alquileres cobrados por anticipados			

	Otros ingresos cobrados por anticipados			
	Intereses cobrados por anticipados			
PNC-5	<b>Otros pasivos</b>			
	Utilidades no reclamadas			
	Depósito recibido en garantía			

<b>PATRIMONIO</b>				
		<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
P-1	<b>Capital social</b>			
P-2	<b>Reserva legal</b>			
	(Cuota no pagada de capital social o accionistas)			
P-3	<b>Otras reservas</b>			
<b>Cód.</b>	<b>Cuenta o Indicador</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
	Reservas estatutarias			
	Reservas de contingencias			
P-4	<b>Utilidades (o Pérdidas) acumuladas</b>			
	Utilidades acumuladas			
	Utilidad neta del Ejercicio			
	Pérdida neta del ejercicio			
	Pérdida acumuladas o déficit			
P-5	<b>Patrimonio Total</b>			
P-6	Nº de acciones suscritas y pagadas			



[ANEXO B-3]  
[Matriz de Registro]



ESTADO DE RESULTADOS

Fecha de  
Registro: \_\_\_\_\_

Nombre del  
Establecimiento: \_\_\_\_\_

Número de  
Expedientes: \_\_\_\_\_

[www.bdigital.ula.ve](http://www.bdigital.ula.ve)

Cód.	Cuenta o Indicador	2011	2012	2013
ER-1	<b>Ingresos por prestación del servicio</b>			
ER-2	Servicio de alojamiento			
ER-3	Alimentos y bebidas			
ER-4	Otros ingresos relacionados con la prestación del servicio			
ER-5	<b>Costo directos por prestación del servicio</b>			
ER-6	Servicio de alojamiento			
ER-7	Alimentos y bebidas			
ER-8	Otros costos directos relacionados con la prestación del servicio			
ER-9	<b>Utilidad Bruta</b>			

ER-10	<b>Total gastos operacionales</b>			
ER-11	Depreciaciones y Amortizaciones dentro del grupo "Gastos operacionales"			
ER-12	<b>Total gastos de administración</b>			
ER-13	Depreciaciones y Amortizaciones dentro del grupo "Gastos de administración"			
ER-14	<b>Total gastos financieros</b>			
ER-15	Gastos por intereses de deudas a corto plazo (CP)			
ER-16	Gastos por intereses de deudas a largo plazo (LP)			
ER-17	Gastos de formalización de la deuda a corto plazo (CP)			
ER-18	Gastos de formalización de la deuda a largo plazo (LP)			
ER-19	Comisiones y recargos deudas a corto plazo			
ER-20	Comisiones y recargos deudas a largo plazo			
ER-21	Otros gastos financieros			
ER-22	<b>Total otros gastos</b>			
ER-23	<b>Total ingresos financieros</b>			

Cód.	Cuenta o Indicador	2011	2012	2013
ER-24	<b>Total otros ingresos</b>			
ER-25	<b>Utilidad (pérdida) antes de Impuestos</b>			
ER-26	Impuesto Sobre la Renta (ISLR)			
ER-27	Otros impuestos imputables a la utilidad antes de impuesto (UAI)			

ER-28	<b>Utilidad después de Impuestos</b>			
ER-29	Reserva legal			
ER-30	Reservas estatutarias			
ER-31	Reservas de contingencias			
ER-32	<b>Utilidad (Pérdida) neta del Ejercicio</b>			
ER-33	<b>Nº de acciones</b>			
ER-34	<b>Utilidad neta por acción</b>			

[www.bdigital.ula.ve](http://www.bdigital.ula.ve)

**ANEXO C**

**Validación de los Instrumentos de Recolección de Datos**

[www.bdigital.ula.ve](http://www.bdigital.ula.ve)

c.c Reconocimiento



**Validación del Instrumento de Recolección de Datos: Cuestionario**  
**Apreciación cualitativa**

Criterios a considerar	Escala Evaluativa			
	(4) Óptima	(3) Buena	(2) Regular	(1) Deficiente
Presentación del instrumento	✓			
Claridad en la redacción de los ítems	✓			
Pertinencia de la variables con los indicadores	✓			
Relevancia del contenido	✓			
Factibilidad de la aplicación	✓			

**Observaciones:**

Se sugiere revisar la redacción de algunos ítems: 10, 12, 15, 17, 19, 21, 23.

Valido por:	Léctor J. Quintana Moreno
Profesión	Licenciado en Educación, matemática
Firma:	L. Quintana

**Validación del Instrumento de Recolección de Datos: Matriz de Registro**  
**Apreciación cualitativa**

Criterios a considerar	Escala Evaluativa			
	(4) Óptima	(3) Buena	(2) Regular	(1) Deficiente
Presentación del instrumento	X			
Claridad en la redacción de los ítems	X			
Pertinencia de la variables con los indicadores	X			
Relevancia del contenido	X			
Factibilidad de la aplicación				

**Observaciones:**  
 muy bueno el instrumento  
 Preciso

**Valido por:** *Julva Carruyo*  
**Profesión:** *Lic. En Educación*  
**Firma:** *Julva Carruyo*

**Validación del Instrumento de Recolección de Datos: *Matriz de Registro***  
**Apreciación cualitativa**

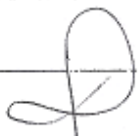
Criterios a considerar	Escala Evaluativa			
	(4) Óptima	(3) Buena	(2) Regular	(1) Deficiente
Presentación del instrumento	X			
Claridad en la redacción de los ítems	X			
Pertinencia de la variables con los indicadores	X			
Relevancia del contenido	X			
Factibilidad de la aplicación	X			

**Observaciones:**

El instrumento es pertinente para la recolección de Datos de acuerdo a los objetivos planteados en el trabajo de Investigación.

**Valido por:** Daniel Ramírez

**Profesión:** Lcdo. en Administración y Contaduría

**Firma:** 

## **ANEXO D**

**Instrumento de Recolección de Datos obtenidos después de la evaluación  
realizada por los expertos**

[www.bdigital.ula.ve](http://www.bdigital.ula.ve)

c.c Reconocimiento



[ANEXO D-1]  
[Cuestionario]



REPÚBLICA BOLIVARIANA DE VENEZUELA  
UNIVERSIDAD DE LOS ANDES  
CENTRO DE INVESTIGACIONES Y DESARROLLO EMPRESARIAL  
SECCIÓN DE POSTGRADO  
MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN, MENCIÓN FINANZAS

CUESTIONARIO DIRIGIDO AL PROPIETARIO/GERENTE DE LA  
EMPRESA

**DATOS DE IDENTIFICACIÓN**

Fecha de la encuesta:

\_\_\_\_\_

Nombre y apellido del encuestador:

\_\_\_\_\_

Nombre y apellido del entrevistado: \_\_\_\_\_

Sexo: F\_\_ M\_\_

Profesión del fundador (es) de la  
empresa: \_\_\_\_\_

**DATOS DE LA EMPRESA**

26. Nombre del Establecimiento:

\_\_\_\_\_

27. Número de Registro Turístico Nacional (RTN):

\_\_\_\_\_

28. Dirección exacta:

\_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_  
Teléfono: \_\_\_\_\_

29. Forma Jurídica del Establecimiento (Marque con una X):

- Firma Personal
- Compañía Anónima
- Sociedad de Responsabilidad Limitada
- Cooperativa

Otra (especifique): \_\_\_\_\_

30. Fecha de creación del Establecimiento:

\_\_\_\_\_

31. Capital inicial suscrito (en Bolívares): \_\_\_\_\_ Bs.

32. ¿Qué tipo de **servicio de alojamiento** ofrece la empresa? (Marque con un X la casilla de los servicios ofrecidos)

- |   |
|---|
| <p>a. Alojamiento únicamente <input type="checkbox"/></p> <p>b. Alojamiento con: Desayuno <input type="checkbox"/> Almuerzo <input type="checkbox"/> Cena <input type="checkbox"/></p> <p>c. Con servicio de televisión por suscripción <input type="checkbox"/></p> <p>d. Con servicio de internet <input type="checkbox"/></p> <p>e. Con servicio de agua caliente <input type="checkbox"/></p> <p>f. Otros servicios ¿Cuáles?: _____</p> |
|---|

33. ¿Qué **otros servicios** ofrece la empresa? (Marque con una X)

- |   |
|---|
| <p>a. Organización de paseos y excursiones <input type="checkbox"/></p> <p>b. Restaurant <input type="checkbox"/></p> |
|---|

c. Alquiler de salón para:

Banquetes

Celebraciones

Conferencias

Convenciones

Usos múltiples

Otros ¿Cuáles?: \_\_\_\_\_

d. Instalaciones deportivas y esparcimiento

Piscina(s)

Canchas deportivas

Parque infantil

Parrilleras

Otras ¿Cuáles?: \_\_\_\_\_

e. Salud y Estética

Tratamientos

Terapias

Sistemas de relajación

Otros ¿Cuáles?: \_\_\_\_\_

f. Organización de banquetes y celebraciones

g. Otros servicios ¿Cuáles?: \_\_\_\_\_

34. **Categoría** del establecimiento asignada por la Corporación de Turismo de Venezuela (Marque con una X):

**Estrella:** 1 estrella  2 estrellas  3 estrellas  4 estrellas  5 estrellas

**Clase:** 1º clase  2º clase  3º clase

No categorizada (pasar a la pregunta N°11)

35. ¿Actualmente está tramitando el cambio de categoría de su establecimiento?

Sí  No ¿Por  qué?

---

36. ¿Está gestionando la categorización de su establecimiento ante el órgano competente (CORMETUR)?

Sí  No ¿Por  qué?

---

37. Número de trabajadores:

Menor a 5  Entre 5 y 20  Entre 21 y 100  Más de 100   
trabajadores trabajadores trabajadores trabajadores

38. Tiempo de funcionamiento del establecimiento:

Menor a 1 año  Entre 1 y 3 años  Mayor a 3 años

### FUENTES DE FINANCIAMIENTO EMPLEADAS POR LA EMPRESA

39. De acuerdo a la lista que se le presenta a continuación, indique con una X el **tipo de financiamiento** que utiliza en su empresa.

FINANCIAMIENTO		FRECUENCIA DE USO	
<input type="checkbox"/>	Crédito de proveedores	Frecuentemente <input type="checkbox"/>	Ocasionalment <input type="checkbox"/> e
<input type="checkbox"/>	Línea de crédito bancaria	Frecuentemente <input type="checkbox"/>	Ocasionalment <input type="checkbox"/> e



<input type="checkbox"/>	Tarjeta de crédito corporativa o empresarial	Frecuentemente <input type="checkbox"/>	Ocasionalmente <input type="checkbox"/>
<input type="checkbox"/>	Microcréditos	Frecuentemente <input type="checkbox"/>	Ocasionalmente <input type="checkbox"/>
<input type="checkbox"/>	Financiamiento de prestamistas particulares	Frecuentemente <input type="checkbox"/>	Ocasionalmente <input type="checkbox"/>
<input type="checkbox"/>	Financiamiento de familiares y amigos	Frecuentemente <input type="checkbox"/>	Ocasionalmente <input type="checkbox"/>
<input type="checkbox"/>	Préstamos bancarios LP (mayores a 1 año)	Frecuentemente <input type="checkbox"/>	Ocasionalmente <input type="checkbox"/>
<input type="checkbox"/>	Préstamos de Organismos Públicos	Frecuentemente <input type="checkbox"/>	Ocasionalmente <input type="checkbox"/>
<input type="checkbox"/>	Emisión de nuevas acciones	Frecuentemente <input type="checkbox"/>	Ocasionalmente <input type="checkbox"/>
<input type="checkbox"/>	Reinversión de utilidades	Frecuentemente <input type="checkbox"/>	Ocasionalmente <input type="checkbox"/>
<input type="checkbox"/>	Otro 1 (especifique):	Frecuentemente <input type="checkbox"/>	Ocasionalmente <input type="checkbox"/>
<input type="checkbox"/>	Otro 2 (especifique):	Frecuentemente <input type="checkbox"/>	Ocasionalmente <input type="checkbox"/>
<input type="checkbox"/>	Otro 3 (especifique):	Frecuentemente <input type="checkbox"/>	Ocasionalmente <input type="checkbox"/>

40. En la siguiente tabla, identifique los instrumentos de financiamiento a **corto plazo** (*menores a 1 año*) utilizados por la empresa durante el **período 2007- 2011**; así como las características del mismo.

	MONTO (PROMEDIO)	TIPO DE GARANTÍA	PLAZO PARA PAGAR	FORMA DE PAGO	TASA DE INTERÉS	SALDO COMPEN- SATORIO	GASTO DE FORMA- LIZACIÓN	PROPÓSITO DEL FINANCIAMIENTO	Nº de veces <u>AL</u> <u>AÑO</u> que utiliza el financiamien-to
CRÉDITO DE PROVEEDOR (1)				Al vencimiento <input type="checkbox"/>  Pagos periódicos <input type="checkbox"/>				Capital de trabajo <input type="checkbox"/>  Inversiones de capital <input type="checkbox"/>	
CRÉDITO DE PROVEEDOR (2)				Al vencimiento <input type="checkbox"/>  Pagos periódicos <input type="checkbox"/>				Capital de trabajo <input type="checkbox"/>  Inversiones de capital <input type="checkbox"/>	
CRÉDITO DE PROVEEDOR (3)				Al vencimiento <input type="checkbox"/>  Pagos periódicos <input type="checkbox"/>				Capital de trabajo <input type="checkbox"/>  Inversiones de capital <input type="checkbox"/>	

<b>LÍNEA DE CRÉDITO (1)</b>  Nombre de la Entidad Financiera:  _____		Fianza <input type="checkbox"/> Prendaria <input type="checkbox"/> Hipotecaria <input type="checkbox"/> Otra ¿Cuál? <input type="checkbox"/> _____		Al vencimiento <input type="checkbox"/>  Pagos periódicos <input type="checkbox"/>			Capital de trabajo <input type="checkbox"/>  Inversiones de capital <input type="checkbox"/>	
--	--	--	--	--	--	--	--	--

[www.bdigital.ula.ve](http://www.bdigital.ula.ve)

Continuación Pregunta 15(...)

	MONTO (PROMEDIO)	TIPO DE GARANTÍA	PLAZO PARA PAGAR	FORMA DE PAGO	TASA DE INTERÉS	SALDO COMPEN- SATORIO	GASTO DE FORMA- LIZACIÓN	PROPÓSITO DEL FINANCIAMIENTO	Nº de veces AL AÑO que utiliza el financiamien- to
<b>LINEA DE CRÉDITO (2)</b>  Nombre de la Entidad Financiera:  _____		Fianza <input type="checkbox"/>  Prendaria <input type="checkbox"/>  Hipotecaria <input type="checkbox"/> Otra ¿Cuál? <input type="checkbox"/> _____		Al vencimiento <input type="checkbox"/>  Pagos periódicos <input type="checkbox"/>				Capital de trabajo <input type="checkbox"/>  Inversiones de capital <input type="checkbox"/>	
<b>TARJETA DE CRÉDITO</b>  Nombre de la Entidad Financiera:				Al vencimiento <input type="checkbox"/>  Pagos periódicos <input type="checkbox"/>				Capital de trabajo <input type="checkbox"/>  Inversiones de capital <input type="checkbox"/>	

_____									
<b>MICROCRÉDITO</b>									
Nombre de la Entidad Financiera:		Fianza <input type="checkbox"/> Prendaria <input type="checkbox"/> Hipotecaria <input type="checkbox"/> Otra ¿Cuál? <input type="checkbox"/> _____		Al vencimiento <input type="checkbox"/>  Pagos periódicos <input type="checkbox"/>				Capital de trabajo <input type="checkbox"/>  Inversiones de capital <input type="checkbox"/>	
_____									

Continuación Pregunta 15(...)

	MONTO (PROMEDIO)	TIPO DE GARANTÍA	PLAZO PARA PAGAR	FORMA DE PAGO	TASA DE INTERÉS	SALDO COMPEN- SATORIO	GASTO DE FORMA- LIZACIÓN	PROPÓSITO DEL FINANCIAMIENTO	Nº de veces <u>AL AÑO</u> que utiliza el financiamien- to
<b>FINANCIAMIENTO DE FAMILIARES Y AMIGOS</b>		Fianza <input type="checkbox"/> Prendaria <input type="checkbox"/> Hipotecaria <input type="checkbox"/> Otra ¿Cuál? <input type="checkbox"/> _____		Al vencimiento <input type="checkbox"/>  Pagos periódicos <input type="checkbox"/>				Capital de trabajo <input type="checkbox"/>  Inversiones de capital <input type="checkbox"/>	
<b>FINANCIAMIENTO DE PRESTAMISTAS</b>		Fianza <input type="checkbox"/> Prendaria <input type="checkbox"/> Hipotecaria <input type="checkbox"/> Otra ¿Cuál? <input type="checkbox"/> _____		Al vencimiento <input type="checkbox"/>  Pagos periódicos <input type="checkbox"/>				Capital de trabajo <input type="checkbox"/>  Inversiones de capital <input type="checkbox"/>	

<b>OTRO1</b> <b>(especifique)</b> <hr/>		Fianza <input type="checkbox"/> Prendaria <input type="checkbox"/> Hipotecaria <input type="checkbox"/> Otra ¿Cuál? <input type="checkbox"/> <hr/>		Al vencimiento <input type="checkbox"/>  Pagos periódicos <input type="checkbox"/>				Capital de trabajo <input type="checkbox"/>  Inversiones de capital <input type="checkbox"/>	
<b>OTRO 2</b> <b>(especifique)</b> <hr/>		Fianza <input type="checkbox"/> Prendaria <input type="checkbox"/> Hipotecaria <input type="checkbox"/> Otra ¿Cuál? <input type="checkbox"/> <hr/>		Al vencimiento <input type="checkbox"/>  Pagos periódicos <input type="checkbox"/>				Capital de trabajo <input type="checkbox"/>  Inversiones de capital <input type="checkbox"/>	

41. En el caso de los créditos comerciales ¿Sus proveedores le han ofrecido descuentos por pronto pago?

Sí \_\_\_\_

No \_\_\_\_ (pasar a la pregunta N° 19)

NS/NC \_\_\_\_

42. ¿Usted ha aprovechado los descuentos por pronto pago?

Sí  No  NS/NC

43. ¿En qué **rubros** y bajo qué **condiciones** los proveedores le han otorgado los descuentos por pronto pago?

RUBROS EN LOS QUE RECIBE DESCUENTO	PORCENTAJE DEL DESCUENTO (%)	PLAZO PARA APROVECHAR EL DESCUENTO (en días)
1.		
2.		
3.		
4.		
5.		

44. En los últimos 10 años, ¿La empresa recibió financiamiento a largo plazo (plazo mayor a un año)?

Sí  No  NS/NC

¿En qué año(s) recibió el financiamiento? (Marque con una X)

2004  2005  2006  2007  2008

2009  2010  2011  2012  2013



¿Quién le otorgó el financiamiento?

---

¿Cuánto fue el monto recibido?

---

¿A qué tasa de interés le otorgaron el financiamiento?

---

¿Se encuentra vigente el financiamiento? Sí  No

[www.bdigital.ula.ve](http://www.bdigital.ula.ve)

45. En la siguiente tabla, identifique los instrumentos de financiamiento a **largo plazo** (*mayores a 1 año*) utilizados por la empresa durante el **período 2007- 2011**; así como las características del mismo.

	TIPO DE PRÉSTAMO	MONTO RECIBIDO	PERÍODO DE GRACIA	TIPO DE GARANTÍA	PLAZO PARA PAGAR	FORMA DE PAGO	TASA DE INTERÉS	GASTO DE FORMALIZACIÓN	PRIMA DE EMISIÓN (*)	PROPÓSITO DEL FINANCIAMIENTO
<b>PRÉSTAMO BANCARIO A LARGO PLAZO (1)</b>  Nombre de la Entidad Financiera:  _____	Personal <input type="checkbox"/>  Hipotecario <input type="checkbox"/>  Para proyectos Turísticos <input type="checkbox"/>  Otro ¿Cuál?  _____			Fianza <input type="checkbox"/>  Prendaria <input type="checkbox"/>  Hipotecaria <input type="checkbox"/>  Otra ¿Cuál? <input type="checkbox"/>  _____		Al vencimiento <input type="checkbox"/>  Pagos periódicos <input type="checkbox"/>				Capital de trabajo <input type="checkbox"/>  Inversiones de capital <input type="checkbox"/>

<b>PRÉSTAMO BANCARIO A LARGO PLAZO (2)</b>  Nombre de la Entidad Financiera:  _____	Personal <input type="checkbox"/>									
	Hipotecario <input type="checkbox"/>			Fianza <input type="checkbox"/>		Al vencimiento <input type="checkbox"/>				Capital de trabajo <input type="checkbox"/>
	Para proyectos Turísticos <input type="checkbox"/>			Prendaria <input type="checkbox"/>		Pagos periódicos <input type="checkbox"/>				Inversiones de capital <input type="checkbox"/>
	Otro ¿Cuál? _____			Hipotecaria <input type="checkbox"/>						
				Otra ¿Cuál? <input type="checkbox"/> _____						

*(\*)Aplica sólo para Bonos emitidos por la empresa*

Continuación Pregunta 20 (...)

	TIPO DE PRÉSTAMO	MONTO RECIBIDO	PERÍODO DE GRACIA	TIPO DE GARANTÍA	PLAZO PARA PAGAR	FORMA DE PAGO	TASA DE INTERÉS	GASTO DE FORMALIZACIÓN	PRIMA DE EMISIÓN (*)	PROPÓSITO DEL FINANCIAMIENTO
<b>PRÉSTAMOS DE ORGANISMOS PÚBLICO (1)</b>  Nombre de la Entidad Financiera:  _____	Personal <input type="checkbox"/>  Hipotecario <input type="checkbox"/>  Para proyectos Turísticos <input type="checkbox"/>  Otro ¿Cuál? _____			Fianza <input type="checkbox"/>  Prendaria <input type="checkbox"/>  Hipotecaria <input type="checkbox"/>  Otra ¿Cuál? <input type="checkbox"/> _____		Al vencimiento <input type="checkbox"/>  Pagos periódicos <input type="checkbox"/>				Capital de trabajo <input type="checkbox"/>  Inversiones de capital <input type="checkbox"/>
<b>PRÉSTAMOS DE ORGANISMOS PÚBLICO (2)</b>  Nombre de la Entidad Financiera:  _____	Personal <input type="checkbox"/>  Hipotecario <input type="checkbox"/>  Para proyectos Turísticos <input type="checkbox"/>			Fianza <input type="checkbox"/>  Prendaria <input type="checkbox"/>  Hipotecaria <input type="checkbox"/>  Otra ¿Cuál? <input type="checkbox"/> _____		Al vencimiento <input type="checkbox"/>  Pagos periódicos <input type="checkbox"/>				Capital de trabajo <input type="checkbox"/>  Inversiones de capital <input type="checkbox"/>

_____	<u>Otro ¿Cuál?</u>								
<b>Otro 1 (especifique)</b> _____				Fianza <input type="checkbox"/> Prendaria <input type="checkbox"/> Hipotecaria <input type="checkbox"/> Otra ¿Cuál? <input type="checkbox"/> _____		Al vencimiento <input type="checkbox"/>  Pagos periódicos <input type="checkbox"/>			Capital de trabajo <input type="checkbox"/>  Inversiones de capital <input type="checkbox"/>
<b>Otro 2(especifique)</b> _____				Fianza <input type="checkbox"/> Prendaria <input type="checkbox"/> Hipotecaria <input type="checkbox"/> Otra ¿Cuál? <input type="checkbox"/> _____		Al vencimiento <input type="checkbox"/>  Pagos periódicos <input type="checkbox"/>			Capital de trabajo <input type="checkbox"/>  Inversiones de capital <input type="checkbox"/>

(\*)Aplica sólo para Bonos emitidos por la empresa

46. Durante el **período 2007 – 2011**, ¿Los propietarios aportaron fondos o recursos propios a la empresa? (Marque con una X)

Sí  Específicamente ¿qué año?: \_\_\_\_\_

No  (pasar a la pregunta N° 24)

NS/NC

47. ¿Cómo reflejó la empresa la aportación de los propietarios? (Marque con una X)

a. Como un préstamo por pagar al socio en el corto plazo (plazo menor a 1 año)

b. Como un préstamo por pagar al socio en el largo plazo (plazo mayor a 1 año)

c. Como una ampliación del capital

d. NS/NC

48. ¿Qué tipo de recursos aportaron los propietarios? (Marque con una X e indique el monto).

a. Dinero  \_\_\_\_\_ Bs.

b. Bienes muebles  \_\_\_\_\_ Bs.

c. Bienes inmuebles  \_\_\_\_\_ Bs.

d. Otro (especifique e indique el monto): \_\_\_\_\_

49. Durante el **período 2007 - 2011**, ¿Usted reinvertió las utilidades generadas **en su negocio**? (Marque con una X)

a. Sí

b. No  (pasar a la pregunta N° 26)

c. NS/NC

De ser **afirmativa** la respuesta, indique en la siguiente tabla la **cantidad estimada** y el **porcentaje promedio** de las utilidades reinvertidas

	2007	2008	2009	2010	2011
Cantidad estimada reinvertida (Bs)					
Porcentaje promedio de las utilidades reinvertidas (%)					

50. ¿Cuál fue el **propósito** de la reinversión de las utilidades del negocio? (Marque con una X).

- |   |                          |  |                          |
|---|--------------------------|--|--------------------------|
| 1. Pagar nómina                           | <input type="checkbox"/> | 4. Pagar los compromisos con los proveedores | <input type="checkbox"/> |
| 2. Adquirir equipos                       | <input type="checkbox"/> | 5. Remodelar la edificación                  | <input type="checkbox"/> |
| 3. Realizar compras (insumos, materiales) | <input type="checkbox"/> | 6. Otros (especifique):                      |                          |
- \_\_\_\_\_

51. Durante el **período 2007 – 2011** ¿La empresa **decretó** el pago de dividendos? (Marque con una X)

Sí \_\_\_\_

No \_\_\_\_ (pasar a la pregunta 28)

52. ¿Qué **cantidad** y qué **porcentaje** de las utilidades generadas durante el **período 2007 – 2011**, destinó al **decreto** de pago de los dividendos?

	2007	2008	2009	2010	2011
Cantidad estimada (Bs)					
Porcentaje promedio de las utilidades destinadas al decreto de pago de dividendos (%)					

53. ¿La empresa pagó dividendos durante el **período 2007 - 2011**? (Marque con una X)

Sí  No  NS/NC

54. En las siguientes tablas, indique con una X, **el monto y la forma como pagó los dividendos** de su empresa, para los años 2007, 2008, 2009, 2010 Y 2011.

<b>Año 2007</b>	<input type="checkbox"/> Efectivo _____ Bs. <input type="checkbox"/> Otro(especifique la forma de pago y el monto): _____
<b>Año 2008</b>	<input type="checkbox"/> Efectivo _____ Bs. <input type="checkbox"/> Otro(especifique la forma de pago y el monto): _____
<b>Año 2009</b>	<input type="checkbox"/> Efectivo _____ Bs. <input type="checkbox"/> Otro(especifique la forma de pago y el monto): _____
<b>Año 2010</b>	<input type="checkbox"/> Efectivo _____ Bs. <input type="checkbox"/> Otro(especifique la forma de pago y el monto): _____
<b>Año 2011</b>	<input type="checkbox"/> Efectivo _____ Bs. <input type="checkbox"/> Otro(especifique la forma de pago y el monto): _____





[ANEXO D-2]  
[Matriz de Registro]



**BALANCE GENERAL**

Fecha de Registro: \_\_\_\_\_

Nombre del Establecimiento: \_\_\_\_\_

Número de Expedientes: \_\_\_\_\_

**ESTRUCTURA DE INVERSIÓN**

Cód.	Cuentas del activo	2007	2008	2009	2010	2011
<b>AC</b>	<b>Activo circulante (AC)</b>					
AC-1	Disponible					
AC-2	Cuentas por cobrar comerciales					
AC-3	Inversiones temporales					
AC-4	Otras cuentas por cobrar					
AC-5	Realizables					
AC-6	Gastos pagados por anticipado					
<b>AI</b>	<b>Activo inmovilizado (AI)</b>					
AI-1	Exigible a largo plazo					
AI-2	Propiedad, planta y equipo					
AI-3	Activo intangible					

AI-4	Cargos diferidos					
AI-5	Inversiones a largo plazo					
AI-6	Otros activos					

### ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO

Cód.	Cuentas del pasivo y patrimonio	2007	2008	2009	2010	2011
<b>PC</b>	<b>Pasivocirculante (PC)</b>					
PC-1	Obligaciones financieras a corto plazo					
PC-2	Cuentas por pagar comerciales					
PC-3	Otras cuentas por pagar					
PC-4	Efecto por pagar					

### PASIVO Y PATRIMONIO

Cód.	Cuentas del pasivo y patrimonio	2007	2008	2009	2010	2011
PC-5	Gastos acumulados y retenciones					
PC-6	Impuestos, gravámenes y tasas					
PC-7	Obligaciones laborales					

PC-8	Otros pasivos circulante					
<b>PLP</b>	<b>Pasivo a largo plazo (PLP)</b>					
PLP-1	Obligaciones financieras a largo plazo					
PLP-2	Pasivos laborales a largo plazo					
PLP-3	Cuentas por pagar accionistas/propietarios a largo plazo					
PLP-4	Otros pasivos a largo plazo					
<b>CD</b>	<b>Crédito Diferido (CD)</b>					
<b>P</b>	<b>Patrimonio (P)</b>					
P-1	Patrimonio					
P-2	Reserva legal					
P-3	Otras reservas					
P-4	Superávit (o Déficit) del ejercicio					
P-5	Superávit (o Déficit) acumulado					



## ESTADO DE RESULTADOS



Fecha de Registro: \_\_\_\_\_

Nombre del Establecimiento: \_\_\_\_\_

Número de Expedientes: \_\_\_\_\_

Cód.	Cuenta	2007	2008	2009	2010	2011
ER-1	<b>Ingresos por prestación del servicio</b>					
ER-2	Servicio de alojamiento					
ER-3	Alimentos y bebidas					
ER-4	Otros ingresos relacionados con la prestación del servicio					
ER-5	<b>Costo directos por prestación del servicio</b>					
ER-6	Servicio de alojamiento					
ER-7	Alimentos y bebidas					
ER-8	Otros costos directos relacionados con la prestación del servicio					
ER-9	<b>Utilidad Bruta</b>					
ER-10	<b>Total gastos operacionales</b>					
ER-11	Depreciaciones y Amortizaciones dentro del grupo "Gastos operacionales"					

ER-12	<b>Total gastos de administración</b>					
ER-13	Depreciaciones y Amortizaciones dentro del grupo "Gastos de administración"					
ER-14	<b>Total gastos financieros</b>					
ER-15	Gastos por intereses de deudas a corto plazo (CP)					
ER-16	Gastos por intereses de deudas a largo plazo (LP)					
ER-17	Gastos de formalización de la deuda a corto plazo (CP)					
ER-18	Gastos de formalización de la deuda a largo plazo (LP)					
ER-19	Comisiones y recargos deudas a corto plazo					
ER-20	Comisiones y recargos deudas a largo plazo					
ER-21	Otros gastos financieros					
ER-22	<b>Total otros gastos</b>					
ER-23	<b>Total ingresos financieros</b>					
ER-24	<b>Total otros ingresos</b>					
ER-25	<b>Utilidad (pérdida) antes de Impuestos</b>					
ER-26	Impuesto Sobre la Renta (ISLR)					
ER-27	Otros impuestos imputables a la utilidad antes de impuesto					

	(UAI)					
ER-28	<b>Utilidad después de Impuestos</b>					
ER-29	Reserva legal					
ER-30	Reservas estatutarias					
ER-31	Reservas de contingencias					
ER-32	<b>Utilidad (Pérdida) neta del Ejercicio</b>					
ER-33	<b>Nº de acciones</b>					
ER-34	<b>Utilidad neta por acción</b>					

[www.bdigital.ula.ve](http://www.bdigital.ula.ve)

**ANEXO E**

**Información Financiera**

[www.bdigital.ula.ve](http://www.bdigital.ula.ve)

**c.c Reconocimiento**

## ESTRUCTURA DE INVERSIÓN

### Análisis vertical de las proporciones del activo

Período 2007-2011

Proporción de activos (%)	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Activo circulante:</b>					
Disponible	100,0%	100,0%	97,9%	74,8%	42,4%
Gastos pagados por anticipado	0,0%	0,0%	2,1%	0,0%	11,3%
<b>Activo inmovilizado:</b>					
Propiedad, planta y equipo	0,0%	0,0%	0,0%	25,2%	46,4%
<b>Total Activo (%)</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Nota. Resultado de aplicación de la matriz de registro

## ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO

### Análisis vertical de las proporciones del pasivo y patrimonio

Período 2007-2011

Proporción del pasivo y patrimonio (%)	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Pasivo circulante:</b>					
Impuestos, gravámenes y tasas	3,1%	2,7%	0,0%	3,3%	0,0%
<b>Patrimonio:</b>					
Patrimonio	96,9%	97,3%	100,0%	96,7%	100,0%
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Nota. Resultado de aplicación de la matriz de registro

## RATIO DE RENTABILIDAD

	2007	2008	2009	2010	2011
Resultado neto (R)	5.584,70	1.991,18	-5.359,00	2.327,41	-6.906,37
Recursos propios (P)	5.055,86	10.640,56	12.631,74	7.272,74	9.600,15
<b>Rentabilidad Financiera (R/P)</b>	<b>110,5%</b>	<b>18,7%</b>	<b>-42,4%</b>	<b>32,0%</b>	<b>-71,9%</b>

Nota. Resultado de aplicación de la matriz de registro



### Costo promedio ponderado de capital de la Cabaña N°1 para el período 2007-2011 (Escenario N°1)

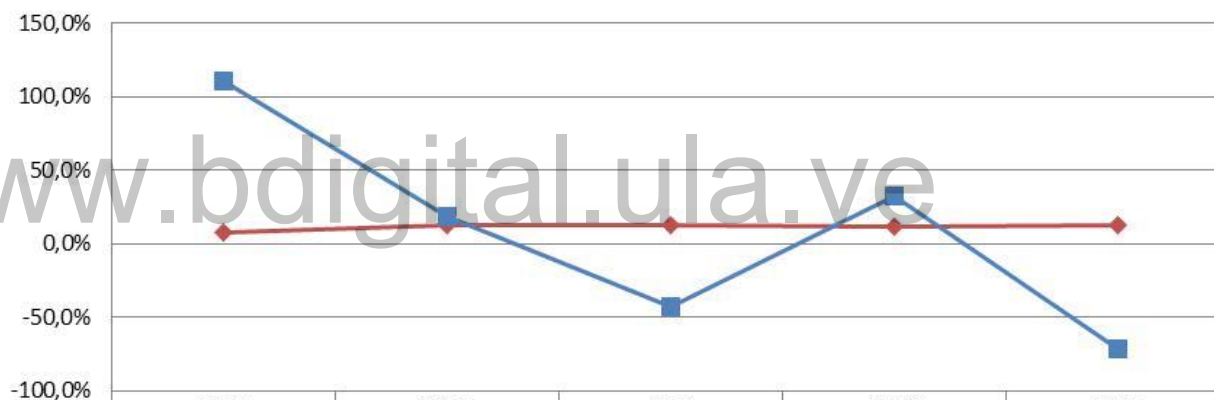
	2007				2008				2009				2010				2011			
	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital
<b>ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO</b>																				
<b>Pasivo circulante</b>	3,1%			0,0%	2,7%			0,0%	0,0%			0,0%	3,3%			0,0%	0,0%			0,0%
Obligaciones financieras a corto plazo																				
Cuentas por pagar comerciales																				
Otras cuentas por pagar																				
Efecto por pagar																				
Gastos acumulados y retenciones																				
Impuestos, gravámenes y tasas	3,1%	0,0%		0,0%	2,7%	0,0%		0,0%	0,0%	0,0%		0,0%	3,3%	0,0%		0,0%	0,0%	0,0%		0,0%
Obligaciones laborales																				
Otros pasivos circulante																				
<b>Pasivo a largo plazo</b>	0,0%			0,0%	0,0%			0,0%	0,0%			0,0%	0,0%			0,0%	0,0%			0,0%
Obligaciones financieras a largo plazo																				
Cuentas por pagar accionistas/propietarios																				
Cuentas por pagar a terceros																				
Otros pasivos a largo plazo																				
<b>Crédito diferido</b>	0,0%			0,0%	0,0%			0,0%	0,0%			0,0%	0,0%			0,0%	0,0%			0,0%
Crédito diferido																				
<b>Patrimonio</b>	96,9%	8,3%		8,1%	97,3%	13,2%		12,9%	100,0%	12,8%		12,8%	96,7%	12,3%		11,9%	100,0%	12,4%		12,4%
Capital	18,2%	8,3%		1,5%	15,4%	13,2%		2,0%	27,5%	12,8%		3,5%	20,1%	12,3%		2,5%	74,2%	12,4%		9,2%
Superavit o Déficit acumulado	78,7%	8,3%		6,5%	81,9%	13,2%		10,8%	72,5%	12,8%		9,3%	76,6%	12,3%		9,4%	25,8%	12,4%		3,2%
<b>COSTO PROMEDIO PONDERADO DE CAPITAL</b>	<b>100,0%</b>			<b>8,1%</b>	<b>100,0%</b>			<b>12,9%</b>	<b>100,0%</b>			<b>12,8%</b>	<b>100,0%</b>			<b>11,9%</b>	<b>100,0%</b>			<b>12,4%</b>

Nota. Resultado de aplicación de la matriz de registro

#### Tipos de interés aplicados para el cálculo del costo ponderado individual

- **Impuestos, gravámenes y tasas.** De 2007 a 2011 = Tasa equivalente a 0%
- **Patrimonio.** De 2007 a 2011 = Tasa de interés pasiva

**Comparación entre el costo promedio ponderado de capital y ratio de rentabilidad financiera**  
**Cabaña 1 (Escenario N°1)**  
 Período 2007 - 2011



	2007	2008	2009	2010	2011
—◆— COSTO PROMEDIO PONDERADO DE CAPITAL	8,1%	12,9%	12,8%	11,9%	12,4%
—■— RENTABILIDAD FINANCIERA	110,5%	18,7%	-42,4%	32,0%	-71,9%

## Costo promedio ponderado de capital de la Cabaña N°1 para el período 2007-2011 (Escenario N°2)

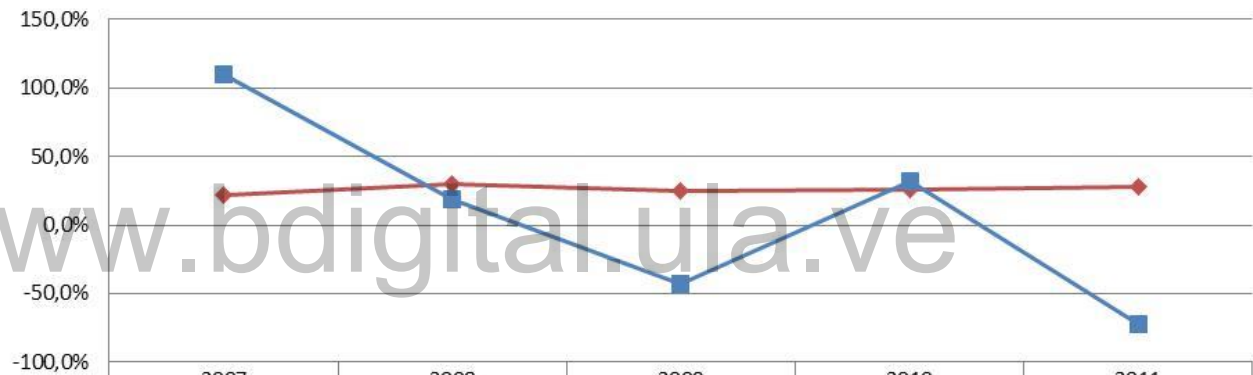
	2007				2008				2009				2010				2011			
	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital
<b>ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO</b>																				
Pasivo circulante	3,1%			0,0%	2,7%			0,0%	0,0%			0,0%	3,3%			0,0%	0,0%			0,0%
Obligaciones financieras a corto plazo																				
Cuentas por pagar comerciales																				
Otras cuentas por pagar																				
Efecto por pagar																				
Gastos acumulados y retenciones																				
Impuestos, gravámenes y tasas	3,1%	0,0%		0,0%	2,7%	0,0%		0,0%	0,0%	0,0%		0,0%	3,3%	0,0%		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Obligaciones laborales																				
Otros pasivos circulante																				
Pasivo a largo plazo	0,0%			0,0%	0,0%			0,0%	0,0%			0,0%	0,0%			0,0%	0,0%			0,0%
Obligaciones financieras a largo plazo																				
Cuentas por pagar accionistas/propietarios																				
Cuentas por pagar a terceros																				
Otros pasivos a largo plazo																				
Crédito diferido	0,0%				0,0%				0,0%				0,0%							0,0%
Crédito diferido																				
Patrimonio	96,9%	22,5%		21,8%	97,3%	30,9%		30,1%	100,0%	25,1%		25,1%	96,7%	27,2%		26,3%	100,0%	27,6%		27,6%
Capital	18,2%	22,5%		4,1%	15,4%	30,9%		4,8%	27,5%	25,1%		6,9%	20,1%	27,2%		5,5%	74,2%	27,6%		20,5%
Superavit o Déficit acumulado	78,7%	22,5%		17,7%	81,9%	30,9%		25,3%	72,5%	25,1%		18,2%	76,6%	27,2%		20,8%	25,8%	27,6%		7,1%
<b>COSTO PROMEDIO PONDERADO DE CAPITAL</b>	<b>100,0%</b>			<b>21,8%</b>	<b>100,0%</b>			<b>30,1%</b>	<b>100,0%</b>			<b>25,1%</b>	<b>100,0%</b>			<b>26,3%</b>	<b>100,0%</b>			<b>27,6%</b>

Nota. Resultado de aplicación de la matriz de registro

### Tipos de interés aplicados para el cálculo del costo ponderado individual

- **Impuestos, gravámenes y tasas.** De 2007 a 2011 = Tasa equivalente a 0%
- **Patrimonio.** De 2007 a 2011 = Tasa de inflación anual

Comparación entre el costo promedio ponderado de capital y ratio de rentabilidad financiera  
 Cabaña 1 (Escenario N°2)  
 Período 2007 - 2011



	2007	2008	2009	2010	2011
—◆— COSTO PROMEDIO PONDERADO DE CAPITAL	21,8%	30,1%	25,1%	26,3%	27,6%
—■— RENTABILIDAD FINANCIERA	110,5%	18,7%	-42,4%	32,0%	-71,9%

Costo promedio ponderado de capital de la Cabaña N°1 para el período 2007-2011 (Escenario N°3)

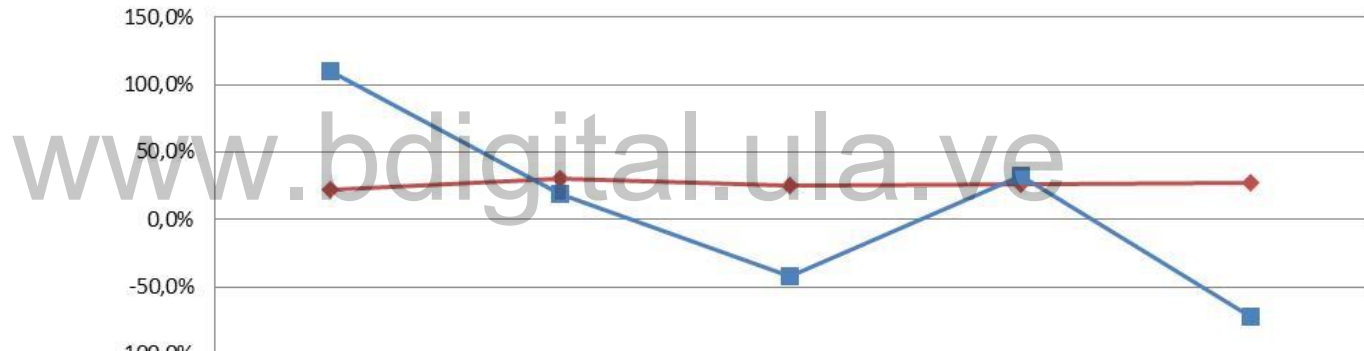
	2007				2008				2009				2010				2011			
	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital
<b>ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO</b>																				
<b>Pasivo circulante</b>	3,1%			0,0%	2,7%			0,0%	0,0%			0,0%	3,3%			0,0%	0,0%			0,0%
Obligaciones financieras a corto plazo																				
Cuentas por pagar comerciales																				
Otras cuentas por pagar																				
Efecto por pagar																				
Gastos acumulados y retenciones																				
Impuestos, gravámenes y tasas	3,1%	0,0%		0,0%	2,7%	0,0%		0,0%	0,0%	0,0%		0,0%	3,3%	0,0%		0,0%	0,0%	0,0%		0,0%
Obligaciones laborales																				
Otros pasivos circulante																				
<b>Pasivo a largo plazo</b>	0,0%			0,0%	0,0%			0,0%	0,0%			0,0%	0,0%			0,0%	0,0%			0,0%
Obligaciones financieras a largo plazo																				
Cuentas por pagar accionistas/propietarios																				
Cuentas por pagar a terceros																				
Otros pasivos a largo plazo																				
<b>Crédito diferido</b>	0,0%			0,0%	0,0%			0,0%	0,0%			0,0%	0,0%			0,0%	0,0%			0,0%
Crédito diferido																				
<b>Patrimonio</b>	96,9%	22,5%		21,8%	97,3%	30,9%		30,1%	100,0%	25,1%		25,1%	96,7%	27,2%		26,3%	100,0%	27,6%		27,6%
Capital	18,2%	22,5%		4,1%	15,4%	30,9%		4,8%	27,5%	25,1%		6,9%	20,1%	27,2%		5,5%	74,2%	27,6%		20,5%
Superavit o Déficit acumulado	78,7%	22,5%		17,7%	81,9%	30,9%		25,3%	72,5%	25,1%		18,2%	76,6%	27,2%		20,8%	25,8%	27,6%		7,1%
<b>COSTO PROMEDIO PONDERADO DE CAPITAL</b>	100,0%			21,8%	100,0%			30,1%	100,0%			25,1%	100,0%			26,3%	100,0%			27,6%

Nota. Resultado de aplicación de la matriz de registro

Tipos de interés aplicados para el cálculo del costo ponderado individual

- **Impuestos, gravámenes y tasas.** De 2007 a 2011 = Tasa equivalente a 0%
- **Patrimonio.** De 2007 a 2011 = Tasa de inflación anual

Comparación entre el costo promedio ponderado de capital y ratio de rentabilidad financiera  
 Cabaña 1 (Escenario N°3)  
 Período 2007 - 2011



◆ COSTO PROMEDIO PONDERADO DE CAPITAL	2007	2008	2009	2010	2011
◆ RENTABILIDAD FINANCIERA	110,5%	18,7%	-42,4%	32,0%	-71,9%

[ANEXO E-2]

[Cabaña N°2]

**ESTRUCTURA DE INVERSIÓN**

**Análisis vertical de las proporciones del activo**

**Período 2007-2011**

<b>Proporción de activos (%)</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
<b>Activo circulante:</b>					
Disponible	18,7%	25,4%	33,3%	36,2%	39,2%
Gastos pagados por anticipado	0,0%	0,0%	6,8%	0,2%	0,0%
<b>Activo inmovilizado:</b>					
Propiedad, planta y equipo	81,3%	74,6%	60,0%	63,6%	60,8%
<b>Total Activo (%)</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

*Nota.* Resultado de aplicación de la matriz de registro

**ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO**

**Análisis vertical de las proporciones del pasivo y patrimonio**

**Período 2007-2011**

<b>Proporción del pasivo y patrimonio (%)</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
<b>Pasivo circulante:</b>					
Obligaciones financieras a corto plazo	2,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cuentas por pagar comerciales	8,6%	2,5%	0,0%	0,0%	0,0%
Impuestos, gravámenes y tasas	4,0%	0,6%	0,2%	0,1%	1,6%
<b>Pasivo a largo plazo:</b>					
Obligaciones financieras a largo plazo	0,0%	37,4%	15,3%	15,1%	7,3%
Cuentas por pagar accionistas/propietarios	18,2%	5,4%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Patrimonio:</b>					
Patrimonio	66,7%	54,1%	84,4%	84,7%	91,1%
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

*Nota.* Resultado de aplicación de la matriz de registro

### RATIO DE RENTABILIDAD

	2007	2008	2009	2010	2011
Resultado neto (R)	67.353,65	197.174,42	244.145,57	9.862,50	115.754,85
Recursos propios (P)	42.577,69	109.931,34	307.105,76	551.251,33	561.113,83
<b>Rentabilidad Financiera (R/P)</b>	<b>158,2%</b>	<b>179,4%</b>	<b>79,5%</b>	<b>1,8%</b>	<b>20,6%</b>

*Nota.* Resultado de aplicación de la matriz de registro

[www.bdigital.ula.ve](http://www.bdigital.ula.ve)



## Costo promedio ponderado de capital de la Cabaña N°2 para el período 2007-2011 (Escenario N°1)

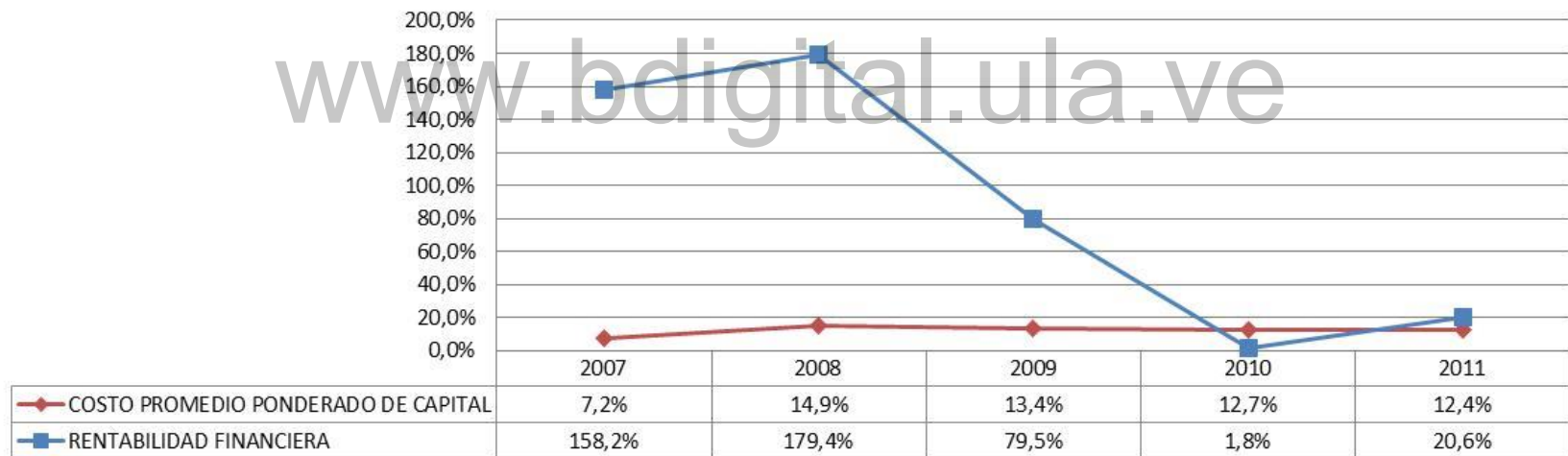
	2007				2008				2009				2010				2011			
	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital
<b>ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO</b>																				
<b>Pasivo circulante</b>	15,1%			0,4%	3,1%			0,0%	0,2%			0,0%	0,2%			0,0%	1,6%			0,0%
Obligaciones financieras a corto plazo	2,5%	17,3%	85,0%	0,4%																
Cuentas por pagar comerciales	8,6%	0,0%		0,0%	2,5%	0,0%		0,0%												
Otras cuentas por pagar																				
Efecto por pagar																				
Gastos acumulados y retenciones																				
Impuestos, gravámenes y tasas	4,0%	0,0%		0,0%	0,6%	0,0%		0,0%	0,2%	0,0%		0,0%	0,1%	0,0%		0,0%	1,6%	0,0%		0,0%
Obligaciones laborales					0,0%	0,0%		0,0%	0,0%	0,0%		0,0%	0,0%	0,0%		0,0%				
Otros pasivos circulante																				
<b>Pasivo a largo plazo</b>	18,2%			1,3%	42,8%			7,7%	15,3%			2,6%	15,1%			2,4%	7,3%			1,1%
Obligaciones financieras a largo plazo					37,4%	22,3%	85,0%	7,1%	15,3%	19,7%	85,0%	2,6%	15,1%	18,3%	85,0%	2,4%	7,3%	17,0%	85,0%	1,1%
Cuentas por pagar accionistas/propietarios	18,2%	8,3%	85,0%	1,3%	5,4%	13,2%	85,0%	0,6%												
Cuentas por pagar a terceros																				
Otros pasivos a largo plazo																				
<b>Crédito diferido</b>	0,0%				0,0%				0,0%				0,0%				0,0%			
Crédito diferido																				
<b>Patrimonio</b>	66,7%	8,3%		5,5%	54,1%	13,2%		7,2%	84,4%	12,8%		10,8%	84,7%	12,3%		10,4%	91,1%	12,4%		11,3%
Capital	18,2%	8,3%		1,5%	5,3%	13,2%		0,7%	4,6%	12,8%		0,6%	4,5%	12,3%		0,6%	4,0%	12,4%		0,5%
Superavit o Déficit acumulado	48,5%	8,3%		4,0%	48,8%	13,2%		6,5%	79,8%	12,8%		10,2%	80,2%	12,3%		9,8%	87,1%	12,4%		10,8%
<b>COSTO PROMEDIO PONDERADO DE CAPITAL</b>	100,0%			7,2%	100,0%			14,9%	100,0%			13,4%	100,0%			12,7%	100,0%			12,4%

Nota. Resultado de aplicación de la matriz de registro

### Tipos de interés aplicados para el cálculo del costo ponderado individual

- **Obligaciones financieras a corto plazo.** 2007 = Tasa de interés activa
- **Cuentas por pagar comerciales.** 2007 y 2008 = Tasa equivalente a 0%
- **Impuestos, gravámenes y tasas.** De 2007 a 2011 = Tasa equivalente a 0%
- **Obligaciones financieras a largo plazo.** De 2008 a 2011 = Tasa de interés cobrada en préstamos hipotecarios
- **Cuentas por pagar accionistas/propietarios.** 2007 y 2008 = Tasa de interés pasiva
- **Patrimonio.** De 2007 a 2011 = Tasa de interés pasiva

Comparación entre el costo promedio ponderado de capital y ratio de rentabilidad financiera  
 Cabaña 2 (Escenario N°1)  
 Período 2007 - 2011



## Costo promedio ponderado de capital de la Cabaña N°2 para el período 2007-2011 (Escenario N°2)

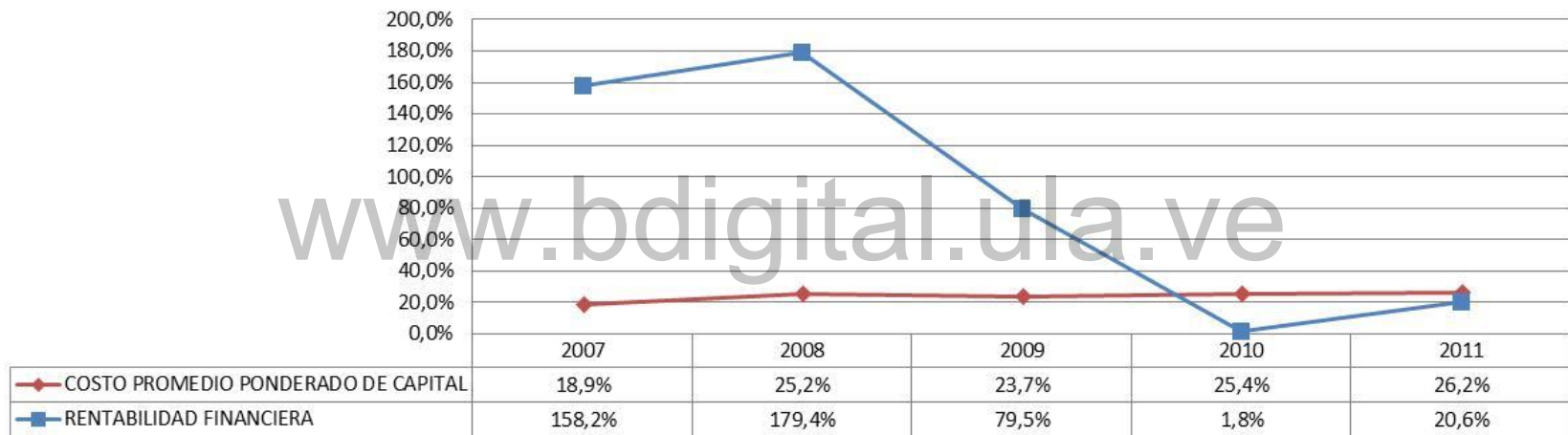
	2007				2008				2009				2010				2011			
	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital
<b>ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO</b>																				
Pasivo circulante	15,1%			0,4%	3,1%			0,0%	0,2%			0,0%	0,2%			0,0%	1,6%			0,0%
Obligaciones financieras a corto plazo	2,5%	17,3%	85,0%	0,4%																
Cuentas por pagar comerciales	8,6%	0,0%		0,0%	2,5%	0,0%		0,0%												
Otras cuentas por pagar																				
Efecto por pagar																				
Gastos acumulados y retenciones																				
Impuestos, gravámenes y tasas	4,0%	0,0%		0,0%	0,6%	0,0%		0,0%	0,2%	0,0%		0,0%	0,1%	0,0%		0,0%	1,6%	0,0%		0,0%
Obligaciones laborales					0,0%	0,0%		0,0%	0,0%	0,0%		0,0%	0,0%	0,0%		0,0%				
Otros pasivos circulante																				
Pasivo a largo plazo	18,2%			3,5%	42,8%			8,5%	15,3%			2,6%	15,1%			2,4%	7,3%			1,1%
Obligaciones financieras a largo plazo					37,4%	22,3%	85,0%	7,1%	15,3%	19,7%	85,0%	2,6%	15,1%	18,3%	85,0%	2,4%	7,3%	17,0%	85,0%	1,1%
Cuentas por pagar accionistas/propietarios	18,2%	22,5%	85,0%	3,5%	5,4%	30,9%	85,0%	1,4%												
Cuentas por pagar a terceros																				
Otros pasivos a largo plazo																				
Crédito diferido	0,0%				0,0%				0,0%				0,0%				0,0%			
Crédito diferido																				
Patrimonio	66,7%	22,5%		15,0%	54,1%	30,9%		16,7%	84,4%	25,1%		21,2%	84,7%	27,2%		23,0%	91,1%	27,6%		25,1%
Capital	18,2%	22,5%		4,1%	5,3%	30,9%		1,6%	4,6%	25,1%		1,2%	4,5%	27,2%		1,2%	4,0%	27,6%		1,1%
Superavit o Déficit acumulado	48,5%	22,5%		10,9%	48,8%	30,9%		15,1%	79,8%	25,1%		20,0%	80,2%	27,2%		21,8%	87,1%	27,6%		24,0%
<b>COSTO PROMEDIO PONDERADO DE CAPITAL</b>	<b>100,0%</b>			<b>18,9%</b>	<b>100,0%</b>			<b>25,2%</b>	<b>100,0%</b>			<b>23,7%</b>	<b>100,0%</b>			<b>25,4%</b>	<b>100,0%</b>			<b>26,2%</b>

Nota. Resultado de aplicación de la matriz de registro

### Tipos de interés aplicados para el cálculo del costo ponderado individual

- **Obligaciones financieras a corto plazo.** 2007 = Tasa de interés activa
- **Cuentas por pagar comerciales.** 2007 y 2008 = Tasa equivalente a 0%
- **Impuestos, gravámenes y tasas.** De 2007 a 2011 = Tasa equivalente a 0%
- **Obligaciones financieras a largo plazo.** De 2008 a 2011 = Tasa de interés cobrada en préstamos hipotecarios
- **Cuentas por pagar accionistas/propietarios.** 2007 y 2008 = Tasa de inflación anual
- **Patrimonio.** De 2007 a 2011 = Tasa de inflación anual

Comparación entre el costo promedio ponderado de capital y ratio de rentabilidad financiera  
 Cabaña 2 (Escenario N°2)  
 Período 2007 - 2011





### Costo promedio ponderado de capital de la Cabaña N°2 para el período 2007-2011 (Escenario N°3)

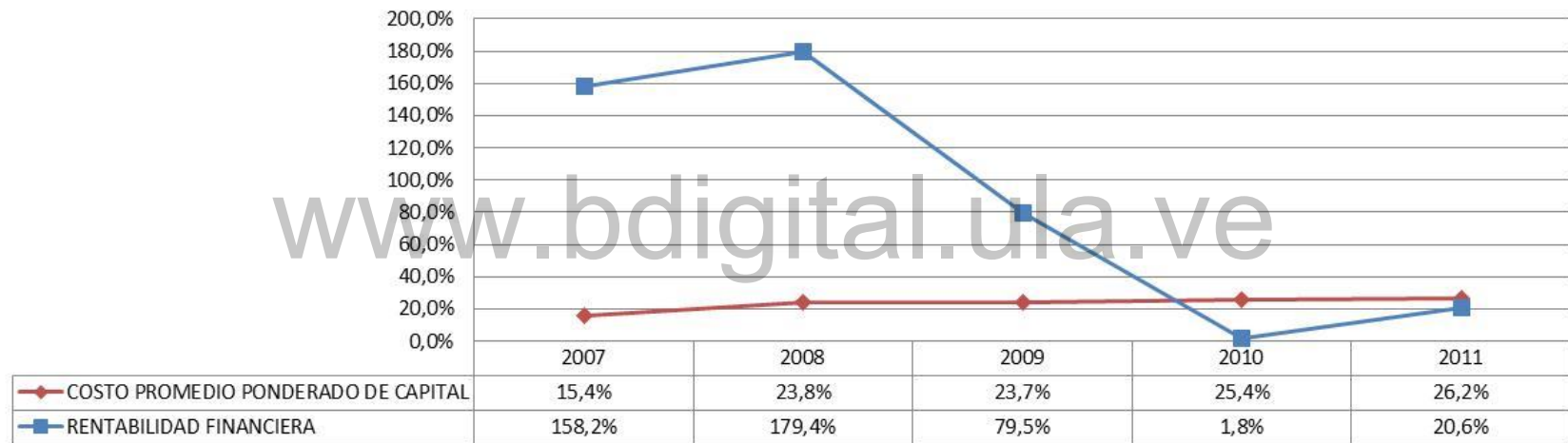
	2007				2008				2009				2010				2011			
	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital
<b>ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO</b>																				
Pasivo circulante	15,1%			0,4%	3,1%			0,0%	0,2%			0,0%	0,2%			0,0%	1,6%			0,0%
Obligaciones financieras a corto plazo	2,5%	17,3%	85,0%	0,4%																
Cuentas por pagar comerciales	8,6%	0,0%		0,0%	2,5%	0,0%		0,0%												
Otras cuentas por pagar																				
Efecto por pagar																				
Gastos acumulados y retenciones																				
Impuestos, gravámenes y tasas	4,0%	0,0%		0,0%	0,6%	0,0%		0,0%	0,2%	0,0%		0,0%	0,1%	0,0%		0,0%	1,6%	0,0%		0,0%
Obligaciones laborales					0,0%	0,0%		0,0%	0,0%	0,0%		0,0%	0,0%	0,0%		0,0%				
Otros pasivos circulante																				
Pasivo a largo plazo	18,2%			0,0%	42,8%			7,1%	15,3%			2,6%	15,1%			2,4%	7,3%			1,1%
Obligaciones financieras a largo plazo					37,4%	22,3%	85,0%	7,1%	15,3%	19,7%	85,0%	2,6%	15,1%	18,3%	85,0%	2,4%	7,3%	17,0%	85,0%	1,1%
Cuentas por pagar accionistas/propietarios	18,2%	0,0%		0,0%	5,4%	0,0%		0,0%												
Cuentas por pagar a terceros																				
Otros pasivos a largo plazo																				
Crédito diferido	0,0%				0,0%				0,0%				0,0%				0,0%			
Crédito diferido																				
Patrimonio	66,7%	22,5%		15,0%	54,1%	30,9%		16,7%	84,4%	25,1%		21,2%	84,7%	27,2%		23,0%	91,1%	27,6%		25,1%
Capital	18,2%	22,5%		4,1%	5,3%	30,9%		1,6%	4,6%	25,1%		1,2%	4,5%	27,2%		1,2%	4,0%	27,6%		1,1%
Superavit o Déficit acumulado	48,5%	22,5%		10,9%	48,8%	30,9%		15,1%	79,8%	25,1%		20,0%	80,2%	27,2%		21,8%	87,1%	27,6%		24,0%
<b>COSTO PROMEDIO PONDERADO DE CAPITAL</b>	<b>100,0%</b>			<b>15,4%</b>	<b>100,0%</b>			<b>23,8%</b>	<b>100,0%</b>			<b>23,7%</b>	<b>100,0%</b>			<b>25,4%</b>	<b>100,0%</b>			<b>26,2%</b>

Nota. Resultado de aplicación de la matriz de registro

#### Tipos de interés aplicados para el cálculo del costo ponderado individual

- **Obligaciones financieras a corto plazo.** 2007 = Tasa de interés activa
- **Cuentas por pagar comerciales.** 2007 y 2008 = Tasa equivalente a 0%
- **Impuestos, gravámenes y tasas.** De 2007 a 2011 = Tasa equivalente a 0%
- **Obligaciones financieras a largo plazo.** De 2008 a 2011 = Tasa de interés cobrada en préstamos hipotecarios
- **Cuentas por pagar accionistas/propietarios.** 2007 y 2008 = Tasa equivalente a 0%
- **Patrimonio.** De 2007 a 2011 = Tasa de inflación anual

**Comparación entre el costo promedio ponderado de capital y ratio de rentabilidad financiera**  
**Cabaña 2 (Escenario N°3)**  
**Período 2007 - 2011**



[ANEXO E-3]

[Cabaña N°3]

**ESTRUCTURA DE INVERSIÓN**

**Análisis vertical de las proporciones del activo**

**Período 2007-2011**

<b>Proporción de activos (%)</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
<b>Activo circulante:</b>					
Disponible	0,9%	26,8%	48,5%	52,4%	58,4%
Otras cuentas por cobrar (a)	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	23,1%
<b>Activo inmovilizado:</b>					
Propiedad, planta y equipo	19,9%	73,2%	51,5%	47,6%	18,5%
Otros activos (b)	79,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Total Activo (%)</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

*Nota.* Resultado de aplicación de la matriz de registro

(a) Cuentas por cobrar a empleados y cuentas por cobrar a socios

(b) Cabañas en proceso de construcción

www.bdigital.ula.ve

**ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO**

**Análisis vertical de las proporciones del pasivo y patrimonio**

**Período 2007-2011**

<b>Proporción del pasivo y patrimonio (%)</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
<b>Pasivo circulante:</b>					
Cuentas por pagar comerciales	3,0%	12,3%	11,1%	8,0%	2,0%
Impuestos, gravámenes y tasas	6,0%	8,9%	2,7%	4,5%	2,6%
<b>Pasivo a largo plazo:</b>					
Obligaciones financieras a largo plazo	44,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cuentas por pagar accionistas/propietarios	19,1%	26,5%	23,9%	17,1%	35,4%
<b>Patrimonio:</b>					
Patrimonio	27,0%	52,3%	62,4%	70,4%	60,1%
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

*Nota.* Resultado de aplicación de la matriz de registro

### RATIO DE RENTABILIDAD

	2007	2008	2009	2010	2011
Resultado neto (R)	14.168,55	15.264,01	16.084,35	37.258,60	33.987,91
Recursos propios (P)	19.824,14	33.992,70	49.256,70	65.341,05	102.599,65
<b>Rentabilidad Financiera (R/P)</b>	<b>71,5%</b>	<b>44,9%</b>	<b>32,7%</b>	<b>57,0%</b>	<b>33,1%</b>

*Nota.* Resultado de aplicación de la matriz de registro

[www.bdigital.ula.ve](http://www.bdigital.ula.ve)



## Costo promedio ponderado de capital de la Cabaña N°3 para el período 2007-2011 (Escenario N°1)

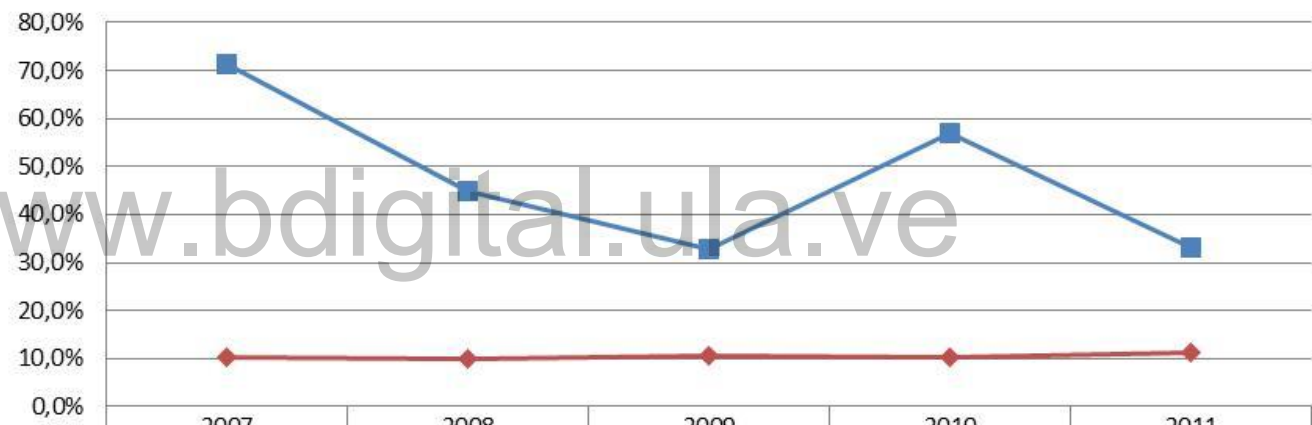
	2007				2008				2009				2010				2011			
	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital
<b>ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO</b>																				
Pasivo circulante	9,0%			0,0%	21,2%			0,0%	13,8%			0,0%	12,5%			0,0%	4,6%			0,0%
Obligaciones financieras a corto plazo																				
Cuentas por pagar comerciales	3,0%	0,0%		0,0%	12,3%	0,0%		0,0%	11,1%	0,0%		0,0%	8,0%	0,0%		0,0%	2,0%	0,0%		0,0%
Otras cuentas por pagar																				
Efecto por pagar																				
Gastos acumulados y retenciones																				
Impuestos, gravámenes y tasas	6,0%	0,0%		0,0%	8,9%	0,0%		0,0%	2,7%	0,0%		0,0%	4,5%	0,0%		0,0%	2,6%	0,0%		0,0%
Obligaciones laborales																				
Otros pasivos circulante																				
Pasivo a largo plazo	64,0%			7,9%	26,5%			3,0%	23,9%			2,6%	17,1%			1,8%	35,4%			3,7%
Obligaciones financieras a largo plazo	44,9%	17,1%	85,0%	6,5%																
Cuentas por pagar accionistas/propietarios	19,1%	8,3%	85,0%	1,3%	26,5%	13,2%	85,0%	3,0%	23,9%	12,8%	85,0%	2,6%	17,1%	12,3%	85,0%	1,8%	35,4%	12,4%	85,0%	3,7%
Cuentas por pagar a terceros																				
Otros pasivos a largo plazo																				
Crédito diferido	0,0%			0,0%	0,0%			0,0%	0,0%			0,0%	0,0%			0,0%	0,0%			0,0%
Crédito diferido																				
Patrimonio	27,0%	8,3%		2,2%	52,3%	13,2%		6,9%	62,4%	12,8%		8,0%	70,4%	12,3%		8,6%	60,1%	12,4%		7,5%
Capital	1,6%	8,3%		0,1%	2,1%	13,2%		0,3%	1,9%	12,8%		0,2%	1,4%	12,3%		0,2%	0,9%	12,4%		0,1%
Superavit o Déficit acumulado	25,4%	8,3%		2,1%	50,2%	13,2%		6,6%	60,4%	12,8%		7,7%	69,0%	12,3%		8,5%	59,2%	12,4%		7,3%
<b>COSTO PROMEDIO PONDERADO DE CAPITAL</b>	<b>100,0%</b>			<b>10,1%</b>	<b>100,0%</b>			<b>9,9%</b>	<b>100,0%</b>			<b>10,6%</b>	<b>100,0%</b>			<b>10,4%</b>	<b>100,0%</b>			<b>11,2%</b>

Nota. Resultado de aplicación de la matriz de registro

### Tipos de interés aplicados para el cálculo del costo ponderado individual

- **Cuentas por pagar comerciales.** De 2007 a 2011 = Tasa equivalente a 0%
- **Impuestos, gravámenes y tasas.** De 2007 a 2011 = Tasa equivalente a 0%
- **Obligaciones financieras a largo plazo.** 2007 = Tasa de interés cobrada en préstamos hipotecarios
- **Cuentas por pagar accionistas/propietarios.** De 2007 a 2011 = Tasa de interés pasiva
- **Patrimonio.** De 2007 a 2011 = Tasa de interés pasiva

**Comparación entre el costo promedio ponderado de capital y ratio de rentabilidad financiera  
Cabaña 3 (Escenario N°1)  
Período 2007 - 2011**



◆ COSTO PROMEDIO PONDERADO DE CAPITAL	2007	2008	2009	2010	2011
◆ RENTABILIDAD FINANCIERA	71,5%	44,9%	32,7%	57,0%	33,1%

**Costo promedio ponderado de capital de la Cabaña N°3 para el período 2007-2011 (Escenario N°2)**

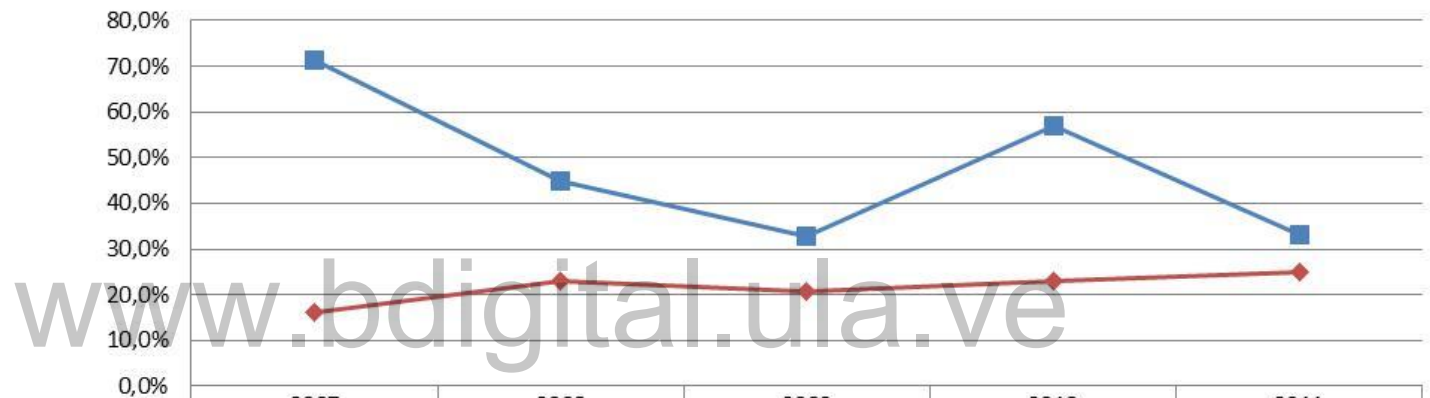
	2007				2008				2009				2010				2011			
	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital
<b>ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO</b>																				
<b>Pasivo circulante</b>	<b>9,0%</b>			<b>0,0%</b>	<b>21,2%</b>			<b>0,0%</b>	<b>13,8%</b>			<b>0,0%</b>	<b>12,5%</b>			<b>0,0%</b>	<b>4,6%</b>			<b>0,0%</b>
Obligaciones financieras a corto plazo																				
Cuentas por pagar comerciales	3,0%	0,0%		0,0%	12,3%	0,0%		0,0%	11,1%	0,0%		0,0%	8,0%	0,0%		0,0%	2,0%	0,0%		0,0%
Otras cuentas por pagar																				
Efecto por pagar																				
Gastos acumulados y retenciones																				
Impuestos, gravámenes y tasas	6,0%	0,0%		0,0%	8,9%	0,0%		0,0%	2,7%	0,0%		0,0%	4,5%	0,0%		0,0%	2,6%	0,0%		0,0%
Obligaciones laborales																				
Otros pasivos circulante																				
<b>Pasivo a largo plazo</b>	<b>64,0%</b>			<b>10,2%</b>	<b>26,5%</b>			<b>7,0%</b>	<b>23,9%</b>			<b>5,1%</b>	<b>17,1%</b>			<b>4,0%</b>	<b>35,4%</b>			<b>8,3%</b>
Obligaciones financieras a largo plazo	44,9%	17,1%	85,0%	6,5%																
Cuentas por pagar accionistas/propietarios	19,1%	22,5%	85,0%	3,7%	26,5%	30,9%	85,0%	7,0%	23,9%	25,1%	85,0%	5,1%	17,1%	27,2%	85,0%	4,0%	35,4%	27,6%	85,0%	8,3%
Cuentas por pagar a terceros																				
Otros pasivos a largo plazo																				
Crédito diferido	0,0%				0,0%				0,0%				0,0%				0,0%			
Crédito diferido																				
<b>Patrimonio</b>	<b>27,0%</b>	<b>22,5%</b>		<b>6,1%</b>	<b>52,3%</b>	<b>30,9%</b>		<b>16,2%</b>	<b>62,4%</b>	<b>25,1%</b>		<b>15,6%</b>	<b>70,4%</b>	<b>27,2%</b>		<b>19,1%</b>	<b>60,1%</b>	<b>27,6%</b>		<b>16,6%</b>
Capital	1,6%	22,5%		0,4%	2,1%	30,9%		0,7%	1,9%	25,1%		0,5%	1,4%	27,2%		0,4%	0,9%	27,6%		0,2%
Superavit o Déficit acumulado	25,4%	22,5%		5,7%	50,2%	30,9%		15,5%	60,4%	25,1%		15,1%	69,0%	27,2%		18,8%	59,2%	27,6%		16,3%
<b>COSTO PROMEDIO PONDERADO DE CAPITAL</b>	<b>100,0%</b>			<b>16,3%</b>	<b>100,0%</b>			<b>23,1%</b>	<b>100,0%</b>			<b>20,7%</b>	<b>100,0%</b>			<b>23,1%</b>	<b>100,0%</b>			<b>24,8%</b>

Nota. Resultado de aplicación de la matriz de registro

**Tipos de interés aplicados para el cálculo del costo ponderado individual**

- **Cuentas por pagar comerciales.** De 2007 a 2011 = Tasa equivalente a 0%
- **Impuestos, gravámenes y tasas.** De 2007 a 2011 = Tasa equivalente a 0%
- **Obligaciones financieras a largo plazo.** 2007 = Tasa de interés cobrada en préstamos hipotecarios
- **Cuentas por pagar accionistas/propietarios.** De 2007 a 2011 = Tasa de inflación anual
- **Patrimonio.** De 2007 a 2011 = Tasa de inflación anual

**Comparación entre el costo promedio ponderado de capital y ratio de rentabilidad financiera  
Cabaña 3 (Escenario N°2)  
Período 2007 - 2011**



	2007	2008	2009	2010	2011
—◆— COSTO PROMEDIO PONDERADO DE CAPITAL	16,3%	23,1%	20,7%	23,1%	24,8%
—■— RENTABILIDAD FINANCIERA	71,5%	44,9%	32,7%	57,0%	33,1%



### Costo promedio ponderado de capital de la Cabaña N°3 para el período 2007-2011 (Escenario N°3)

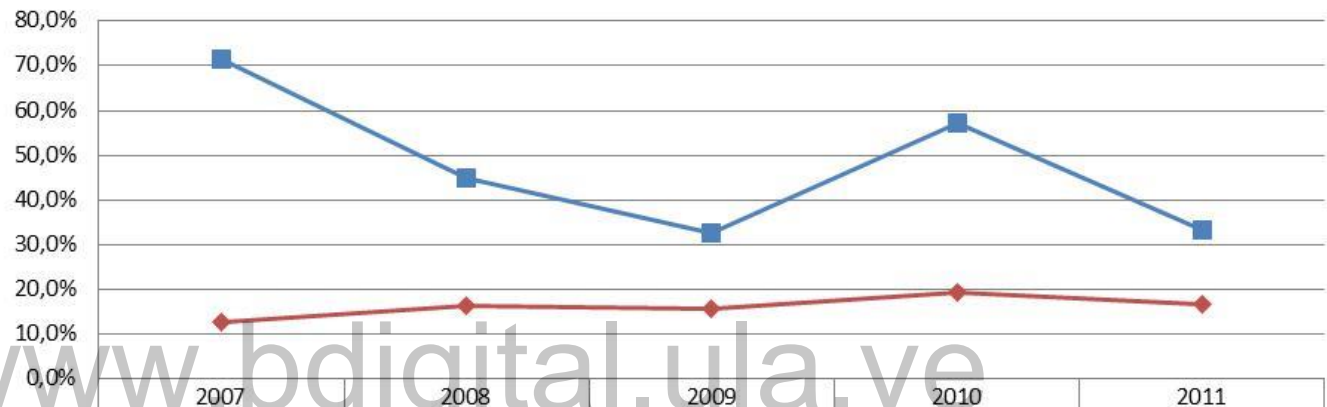
	2007				2008				2009				2010				2011			
	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital
<b>ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO</b>																				
Pasivo circulante	9,0%			0,0%	21,2%			0,0%	13,8%			0,0%	12,5%			0,0%	4,6%			0,0%
Obligaciones financieras a corto plazo																				
Cuentas por pagar comerciales	3,0%	0,0%		0,0%	12,3%	0,0%		0,0%	11,1%	0,0%		0,0%	8,0%	0,0%		0,0%	2,0%	0,0%		0,0%
Otras cuentas por pagar																				
Efecto por pagar																				
Gastos acumulados y retenciones																				
Impuestos, gravámenes y tasas	6,0%	0,0%		0,0%	8,9%	0,0%		0,0%	2,7%	0,0%		0,0%	4,5%	0,0%		0,0%	2,6%	0,0%		0,0%
Obligaciones laborales																				
Otros pasivos circulante																				
Pasivo a largo plazo	64,0%			6,5%	26,5%			0,0%	23,9%			0,0%	17,1%			0,0%	35,4%			0,0%
Obligaciones financieras a largo plazo	44,9%	17,1%	85,0%	6,5%																
Cuentas por pagar accionistas/propietarios	19,1%	0,0%		0,0%	26,5%	0,0%		0,0%	23,9%	0,0%		0,0%	17,1%	0,0%		0,0%	35,4%	0,0%		0,0%
Cuentas por pagar a terceros																				
Otros pasivos a largo plazo																				
Crédito diferido	0,0%			0,0%	0,0%			0,0%	0,0%			0,0%	0,0%			0,0%	0,0%			0,0%
Crédito diferido																				
Patrimonio	27,0%	22,5%		6,1%	52,3%	30,9%		16,2%	62,4%	25,1%		15,6%	70,4%	27,2%		19,1%	60,1%	27,6%		16,6%
Capital	1,6%	22,5%		0,4%	2,1%	30,9%		0,7%	1,9%	25,1%		0,5%	1,4%	27,2%		0,4%	0,9%	27,6%		0,2%
Superavit o Déficit acumulado	25,4%	22,5%		5,7%	50,2%	30,9%		15,5%	60,4%	25,1%		15,1%	69,0%	27,2%		18,8%	59,2%	27,6%		16,3%
<b>COSTO PROMEDIO PONDERADO DE CAPITAL</b>	<b>100,0%</b>			<b>12,6%</b>	<b>100,0%</b>			<b>16,2%</b>	<b>100,0%</b>			<b>15,6%</b>	<b>100,0%</b>			<b>19,1%</b>	<b>100,0%</b>			<b>16,6%</b>

Nota. Resultado de aplicación de la matriz de registro

#### Tipos de interés aplicados para el cálculo del costo ponderado individual

- **Cuentas por pagar comerciales.** De 2007 a 2011 = Tasa equivalente a 0%
- **Impuestos, gravámenes y tasas.** De 2007 a 2011 = Tasa equivalente a 0%
- **Obligaciones financieras a largo plazo.** 2007 = Tasa de interés cobrada en préstamos hipotecarios
- **Cuentas por pagar accionistas/propietarios.** De 2007 a 2011 = Tasa equivalente a 0%
- **Patrimonio.** De 2007 a 2011 = Tasa de inflación anual

**Comparación entre el costo promedio ponderado de capital y ratio de rentabilidad financiera  
Cabaña 3 (Escenario N°3)  
Período 2007 - 2011**



	2007	2008	2009	2010	2011
◆ COSTO PROMEDIO PONDERADO DE CAPITAL	12,6%	16,2%	15,6%	19,1%	16,6%
■ RENTABILIDAD FINANCIERA	71,5%	44,9%	32,7%	57,0%	33,1%

[ANEXO E-4]

[Cabaña N°7]

**ESTRUCTURA DE INVERSIÓN**

**Análisis vertical de las proporciones del activo**

**Período 2007-2011**

<b>Proporción de activos (%)</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
<b>Activo circulante:</b>					
Disponible	0,0%	13,3%	0,1%	0,4%	0,4%
Gastos pagados por anticipado	0,0%	0,0%	23,6%	24,1%	34,3%
<b>Activo inmovilizado:</b>					
Propiedad, planta y equipo	100,0%	86,4%	76,2%	75,6%	65,3%
Cargos diferidos (a)	0,0%	0,3%	0,1%	0,0%	0,0%
<b>Total Activo (%)</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

*Nota.* Resultado de aplicación de la matriz de registro

(a) Mejoras y módulos de habitación y comedor

**ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO**

**Análisis vertical de las proporciones del pasivo y patrimonio**

**Período 2007-2011**

<b>Proporción del pasivo y patrimonio (%)</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
<b>Pasivo circulante:</b>					
Cuentas por pagar comerciales	0,0%	0,0%	3,0%	0,0%	0,0%
Efecto por pagar	0,0%	0,0%	3,5%	0,0%	0,0%
Impuestos, gravámenes y tasas	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%
Obligaciones laborales	0,0%	0,0%	1,0%	1,1%	0,5%
<b>Pasivo a largo plazo:</b>					
Obligaciones financieras a largo plazo	0,0%	69,0%	62,6%	64,2%	53,4%
Cuentas por pagar accionistas/propietarios	0,0%	35,2%	20,4%	27,3%	30,5%
Otros pasivos a largo plazo	0,0%	0,5%	13,5%	0,0%	0,0%
<b>Patrimonio:</b>					
Patrimonio	100,0%	-4,8%	-4,1%	7,4%	15,6%
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

*Nota.* Resultado de aplicación de la matriz de registro

### RATIO DE RENTABILIDAD

	2007	2008	2009	2010	2011
Resultado neto (R)	N/Inf	-355.122,21	-450.124,79	-295.955,03	-642.438,60
Recursos propios (P)	N/Inf	250.000,00	274.877,79	604.753,00	1.368.797,97
<b>Rentabilidad Financiera (R/P)</b>	<b>N/Inf</b>	<b>-142,0%</b>	<b>-163,8%</b>	<b>-48,9%</b>	<b>-46,9%</b>

*Nota.* Resultado de aplicación de la matriz de registro

[www.bdigital.ula.ve](http://www.bdigital.ula.ve)



### Costo promedio ponderado de capital de la Cabaña N°7 para el período 2007-2011 (Escenario N°1)

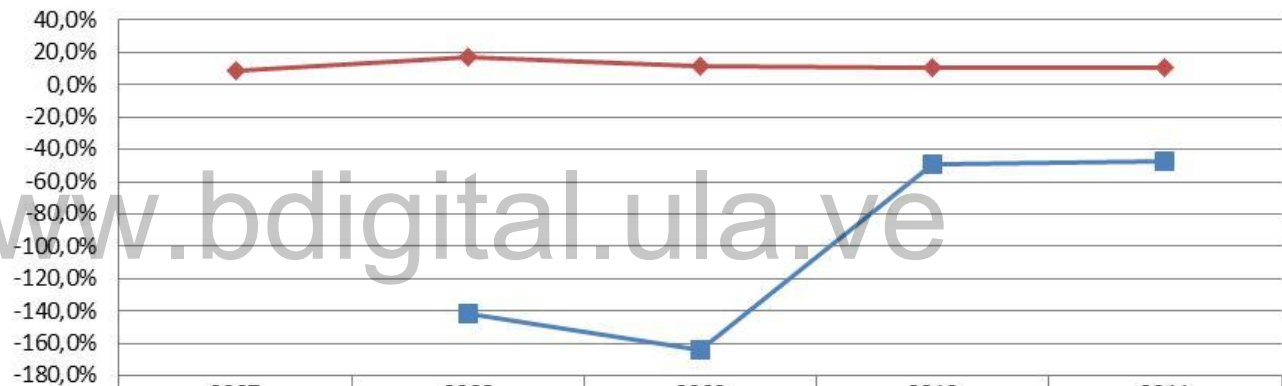
	2007				2008				2009				2010				2011			
	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital
<b>ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO</b>																				
Pasivo circulante	0,0%			0,0%	0,0%			0,0%	7,6%			0,6%	1,1%			0,0%	0,5%			0,0%
Obligaciones financieras a corto plazo																				
Cuentas por pagar comerciales									3,0%	0,0%		0,0%								
Otras cuentas por pagar																				
Efecto por pagar									3,5%	21,3%	85,0%	0,6%								
Gastos acumulados y retenciones																				
Impuestos, gravámenes y tasas									0,1%	0,0%		0,0%	0,0%	0,0%		0,0%	0,0%	0,0%		0,0%
Obligaciones laborales									1,0%	0,0%		0,0%	1,1%	0,0%		0,0%	0,5%	0,0%		0,0%
Otros pasivos circulante																				
Pasivo a largo plazo	0,0%		0,0%	104,8%			17,1%	96,5%			10,6%	91,5%			10,0%	83,9%			8,1%	
Obligaciones financieras a largo plazo				69,0%	22,3%	85,0%	13,1%	62,6%	15,8%	85,0%	8,4%	64,2%	13,0%	85,0%	7,1%	53,4%	10,8%	85,0%	4,9%	
Cuentas por pagar accionistas/propietarios				35,2%	13,2%	85,0%	4,0%	20,4%	12,8%	85,0%	2,2%	27,3%	12,3%	85,0%	2,8%	30,5%	12,4%	85,0%	3,2%	
Cuentas por pagar a terceros																				
Otros pasivos a largo plazo				0,5%	0,0%		0,0%	13,5%	0,0%		0,0%									
Crédito diferido	0,0%			0,0%				0,0%				0,0%				0,0%				
Crédito diferido																				
Patrimonio	100,0%	8,3%	8,3%	-4,8%	0,0%	0,0%	-4,1%	0,0%	0,0%	7,4%	12,3%	0,9%	15,6%	12,4%		1,9%				
Capital	100,0%	8,3%	8,3%	11,4%	0,0%	0,0%	14,7%	0,0%	0,0%	33,9%	12,3%	4,2%	53,1%	12,4%		6,6%				
Superavit o Déficit acumulado			0,0%	-16,2%	0,0%	0,0%	-18,8%	0,0%	0,0%	-26,5%	12,3%	-3,2%	-37,5%	12,4%		-4,6%				
<b>COSTO PROMEDIO PONDERADO DE CAPITAL</b>	<b>100,0%</b>		<b>8,3%</b>	<b>100,0%</b>			<b>17,1%</b>	<b>100,0%</b>			<b>11,2%</b>	<b>100,0%</b>			<b>10,9%</b>	<b>100,0%</b>			<b>10,1%</b>	

Nota. Resultado de aplicación de la matriz de registro

#### Tipos de interés aplicados para el cálculo del costo ponderado individual

- **Cuentas por pagar comerciales.** 2009 = Tasa equivalente a 0%
- **Efecto por pagar.** 2009 = Tasa de interés cobrada en pagarés
- **Impuestos, gravámenes y tasas.** De 2009 a 2011 = Tasa equivalente a 0%
- **Obligaciones laborales.** De 2009 a 2011 = Tasa equivalente a 0%
- **Obligaciones financieras a largo plazo.** (1) 2008 = Tasa de interés cobrada en préstamos hipotecarios; (2) De 2009 a 2011 = Tasa de interés aplicable a las operaciones crediticias destinadas al sector turístico.
- **Cuentas por pagar accionistas/propietarios.** De 2008 a 2011 = Tasa de interés pasiva
- **Patrimonio.** De 2007 a 2011 = Tasa de interés pasiva

Comparación entre el costo promedio ponderado de capital y ratio de rentabilidad financiera  
 Cabaña 7 (Escenario N°1)  
 Período 2007 - 2011



	2007	2008	2009	2010	2011
—◆— COSTO PROMEDIO PONDERADO DE CAPITAL	8,3%	17,1%	11,2%	10,9%	10,1%
—■— RENTABILIDAD FINANCIERA	N/inf	-142,0%	-163,8%	-48,9%	-46,9%

## Costo promedio ponderado de capital de la Cabaña N°7 para el período 2007-2011 (Escenario N°2)

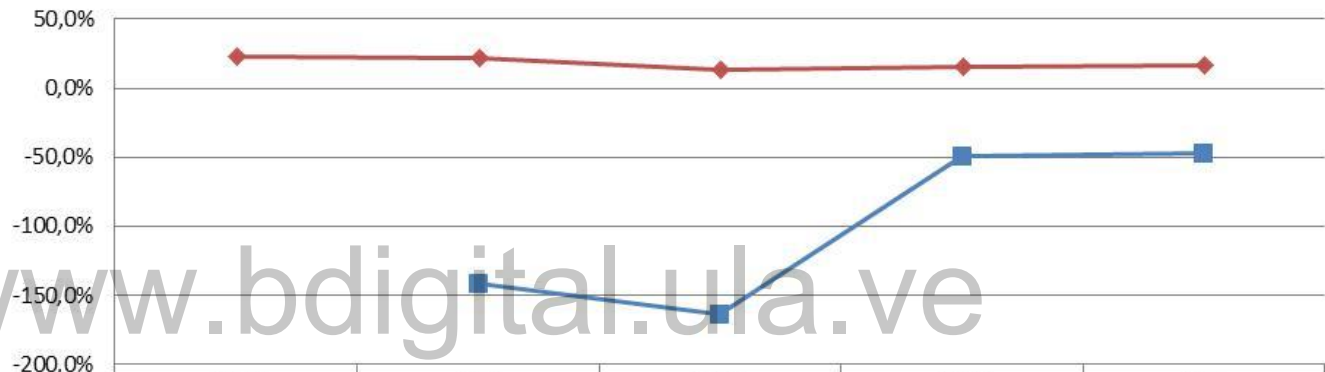
	2007				2008				2009				2010				2011			
	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital
<b>ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO</b>																				
<b>Pasivo circulante</b>	0,0%			0,0%	0,0%			0,0%	7,6%			0,6%	1,1%			0,0%	0,5%			0,0%
Obligaciones financieras a corto plazo																				
Cuentas por pagar comerciales									3,0%	0,0%		0,0%								
Otras cuentas por pagar																				
Efecto por pagar									3,5%	21,3%	85,0%	0,6%								
Gastos acumulados y retenciones																				
Impuestos, gravámenes y tasas									0,1%	0,0%		0,0%	0,0%	0,0%		0,0%	0,0%	0,0%		0,0%
Obligaciones laborales									1,0%	0,0%		0,0%	1,1%	0,0%		0,0%	0,5%	0,0%		0,0%
Otros pasivos circulante																				
<b>Pasivo a largo plazo</b>	0,0%			0,0%	104,8%			22,3%	96,5%			12,7%	91,5%			13,4%	83,9%			12,1%
Obligaciones financieras a largo plazo					69,0%	22,3%	85,0%	13,1%	62,6%	15,8%	85,0%	8,4%	64,2%	13,0%	85,0%	7,1%	53,4%	10,8%	85,0%	4,9%
Cuentas por pagar accionistas/propietarios					35,2%	30,9%	85,0%	9,3%	20,4%	25,1%	85,0%	4,3%	27,3%	27,2%	85,0%	6,3%	30,5%	27,6%	85,0%	7,1%
Cuentas por pagar a terceros																				
Otros pasivos a largo plazo																				
<b>Crédito diferido</b>	0,0%			0,0%	0,5%	0,0%		0,0%	13,5%	0,0%		0,0%								
Crédito diferido					0,0%				0,0%				0,0%				0,0%			
<b>Patrimonio</b>	100,0%	22,5%		22,5%	-4,8%	0,0%		0,0%	-4,1%	0,0%		0,0%	7,4%	27,2%		2,0%	15,6%	27,6%		4,3%
Capital	100,0%	22,5%		22,5%	11,4%	0,0%		0,0%	14,7%	0,0%		0,0%	33,9%	27,2%		9,2%	53,1%	27,6%		14,6%
Supervavit o Déficit acumulado				0,0%	-16,2%	0,0%		0,0%	-18,8%	0,0%		0,0%	-26,5%	27,2%		-7,2%	-37,5%	27,6%		-10,3%
<b>COSTO PROMEDIO PONDERADO DE CAPITAL</b>	100,0%			22,5%	100,0%			22,3%	100,0%			13,4%	100,0%			15,4%	100,0%			16,4%

Nota. Resultado de aplicación de la matriz de registro

### Tipos de interés aplicados para el cálculo del costo ponderado individual

- **Cuentas por pagar comerciales.** 2009 = Tasa equivalente a 0%
- **Efecto por pagar.** 2009 = Tasa de interés cobrada en pagarés
- **Impuestos, gravámenes y tasas.** De 2009 a 2011 = Tasa equivalente a 0%
- **Obligaciones laborales.** De 2009 a 2011 = Tasa equivalente a 0%
- **Obligaciones financieras a largo plazo.** (1) 2008 = Tasa de interés cobrada en préstamos hipotecarios; (2) De 2009 a 2011 = Tasa de interés aplicable a las operaciones crediticias destinadas al sector turístico.
- **Cuentas por pagar accionistas/propietarios.** De 2008 a 2011 = Tasa de inflación anual
- **Patrimonio.** De 2007 a 2011 = Tasa de inflación anual

Comparación entre el costo promedio ponderado de capital y ratio de rentabilidad financiera  
 Cabaña 7 (Escenario N°2)  
 Período 2007 - 2011



	2007	2008	2009	2010	2011
—◆— COSTO PROMEDIO PONDERADO DE CAPITAL	22,5%	22,3%	13,4%	15,4%	16,4%
—■— RENTABILIDAD FINANCIERA	N/inf	-142,0%	-163,8%	-48,9%	-46,9%



### Costo promedio ponderado de capital de la Cabaña N°7 para el período 2007-2011 (Escenario N°3)

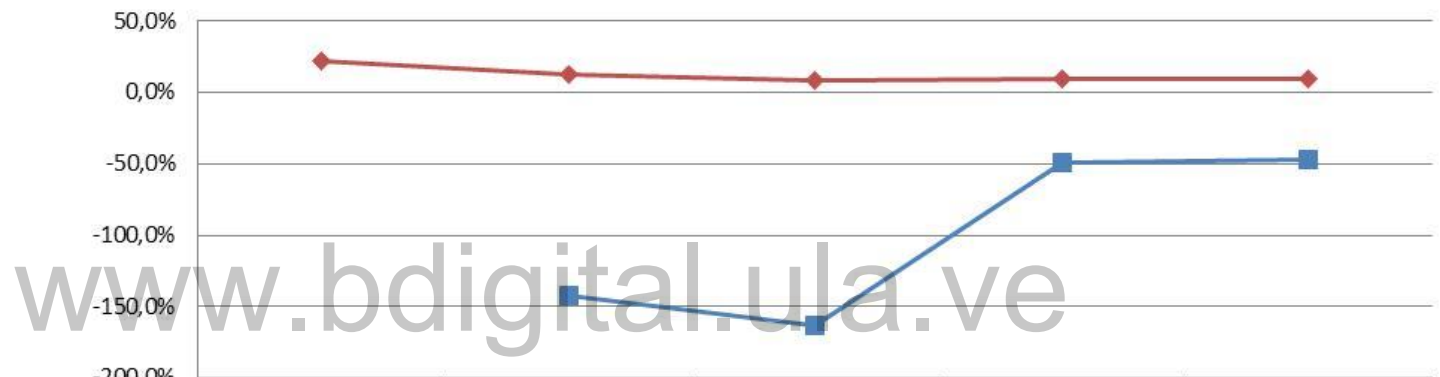
	2007				2008				2009				2010				2011			
	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital
<b>ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO</b>																				
Pasivo circulante	0,0%			0,0%	0,0%			0,0%	7,6%			0,6%	1,1%			0,0%	0,5%			0,0%
Obligaciones financieras a corto plazo																				
Cuentas por pagar comerciales									3,0%	0,0%		0,0%								
Otras cuentas por pagar																				
Efecto por pagar									3,5%	21,3%	85,0%	0,6%								
Gastos acumulados y retenciones																				
Impuestos, gravámenes y tasas									0,1%	0,0%		0,0%	0,0%	0,0%		0,0%	0,0%	0,0%		0,0%
Obligaciones laborales									1,0%	0,0%		0,0%	1,1%	0,0%		0,0%	0,5%	0,0%		0,0%
Otros pasivos circulante																				
Pasivo a largo plazo	0,0%			0,0%	104,8%			13,1%	96,5%			8,4%	91,5%			7,1%	83,9%			4,9%
Obligaciones financieras a largo plazo					69,0%	22,3%	85,0%	13,1%	62,6%	15,8%	85,0%	8,4%	64,2%	13,0%	85,0%	7,1%	53,4%	10,8%	85,0%	4,9%
Cuentas por pagar accionistas/propietarios					35,2%	0,0%		0,0%	20,4%	0,0%		0,0%	27,3%	0,0%		0,0%	30,5%	0,0%		0,0%
Cuentas por pagar a terceros																				
Otros pasivos a largo plazo					0,5%	0,0%		0,0%	13,5%	0,0%		0,0%								
Crédito diferido	0,0%				0,0%				0,0%				0,0%				0,0%			
Crédito diferido																				
Patrimonio	100,0%	22,5%		22,5%	-4,8%	0,0%		0,0%	-4,1%	0,0%		0,0%	7,4%	27,2%		2,0%	15,6%	27,6%		4,3%
Capital	100,0%	22,5%		22,5%	11,4%	0,0%		0,0%	14,7%	0,0%		0,0%	33,9%	27,2%		9,2%	53,1%	27,6%		14,6%
Superavit o Déficit acumulado				0,0%	-16,2%	0,0%		0,0%	-18,8%	0,0%		0,0%	-26,5%	27,2%		-7,2%	-37,5%	27,6%		-10,3%
<b>COSTO PROMEDIO PONDERADO DE CAPITAL</b>	<b>100,0%</b>			<b>22,5%</b>	<b>100,0%</b>			<b>13,1%</b>	<b>100,0%</b>			<b>9,0%</b>	<b>100,0%</b>			<b>9,1%</b>	<b>100,0%</b>			<b>9,2%</b>

Nota. Resultado de aplicación de la matriz de registro

#### Tipos de interés aplicados para el cálculo del costo ponderado individual

- **Cuentas por pagar comerciales.** 2009 = Tasa equivalente a 0%
- **Efecto por pagar.** 2009 = Tasa de interés cobrada en pagarés
- **Impuestos, gravámenes y tasas.** De 2009 a 2011 = Tasa equivalente a 0%
- **Obligaciones laborales.** De 2009 a 2011 = Tasa equivalente a 0%
- **Obligaciones financieras a largo plazo.** (1) 2008 = Tasa de interés cobrada en préstamos hipotecarios; (2) De 2009 a 2011 = Tasa de interés aplicable a las operaciones crediticias destinadas al sector turístico.
- **Cuentas por pagar accionistas/propietarios.** De 2008 a 2011 = Tasa equivalente a 0%
- **Patrimonio.** De 2007 a 2011 = Tasa de inflación anual

**Comparación entre el costo promedio ponderado de capital y ratio de rentabilidad financiera**  
**Cabaña 7 (Escenario N°3)**  
**Período 2007 - 2011**



	2007	2008	2009	2010	2011
—◆— COSTO PROMEDIO PONDERADO DE CAPITAL	22,5%	13,1%	9,0%	9,1%	9,2%
—■— RENTABILIDAD FINANCIERA	N/inf	-142,0%	-163,8%	-48,9%	-46,9%

[ANEXO E-5]

[Cabaña N°8]

**ESTRUCTURA DE INVERSIÓN**

**Análisis vertical de las proporciones del activo**

**Período 2007-2011**

<b>Proporción de activos (%)</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
<b>Activo circulante:</b>					
Disponible	2,5%	4,2%	4,2%	1,0%	1,3%
Cuentas por cobrar comerciales	0,5%	0,0%	2,1%	0,2%	0,1%
Otras cuentas por cobrar (a)	0,1%	0,0%	0,0%	7,7%	6,9%
Gastos pagados por anticipado	9,9%	1,6%	1,7%	0,3%	0,6%
<b>Activo inmovilizado:</b>					
Propiedad, planta y equipo	23,9%	24,2%	16,3%	90,5%	90,9%
Cargos diferidos (b)	0,6%	2,5%	1,4%	0,3%	0,2%
Otros activos (c)	62,4%	67,5%	74,2%	0,0%	0,0%
<b>Total Activo (%)</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

*Nota.* Resultado de aplicación de la matriz de registro

(c) Cuentas por cobrar a empleados, cuentas por cobrar a socios y otras cuentas por cobrar.

(d) Mejoras e instalaciones

(e) Construcciones en proceso

**ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO**

**Análisis vertical de las proporciones del pasivo y patrimonio**

**Período 2007-2011**

<b>Proporción del pasivo y patrimonio (%)</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
<b>Pasivo circulante:</b>					
Cuentas por pagar comerciales	0,2%	1,9%	43,8%	16,8%	22,5%
Otras cuentas por pagar	39,8%	54,5%	0,0%	0,0%	0,0%
Efecto por pagar	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Impuestos, gravámenes y tasas	0,0%	0,1%	0,7%	0,1%	0,3%
Obligaciones laborales	0,0%	0,2%	0,2%	0,0%	0,0%

<b>Proporción del pasivo y patrimonio (%)</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
<b>Pasivo a largo plazo:</b>					
Cuentas por pagar accionistas/propietarios	66,3%	1,8%	26,1%	13,0%	11,5%
Cuentas por pagar a terceros	3,6%	2,8%	0,0%	0,0%	0,0%
Otros pasivos a largo plazo	0,0%	0,0%	0,0%	61,3%	56,8%
<b>Crédito diferido:</b>					
Crédito diferido	0,0%	0,8%	4,4%	1,9%	2,1%
<b>Patrimonio:</b>					
Patrimonio	-10,0%	37,9%	24,8%	6,9%	6,8%
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

*Nota.* Resultado de aplicación de la matriz de registro

#### **RATIO DE RENTABILIDAD**

	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
Resultado neto (R)	-61.044,59	-110.421,50	4.406,75	152.931,96	72.667,52
Recursos propios (P)	-105.588,64	935.366,77	824.945,27	829.352,02	982.283,98
<b>Rentabilidad Financiera (R/P)</b>	<b>-57,8%</b>	<b>-11,8%</b>	<b>0,5%</b>	<b>18,4%</b>	<b>7,4%</b>

*Nota.* Resultado de aplicación de la matriz de registro



## Costo promedio ponderado de capital de la Cabaña N°8 para el período 2007-2011 (Escenario N°1)

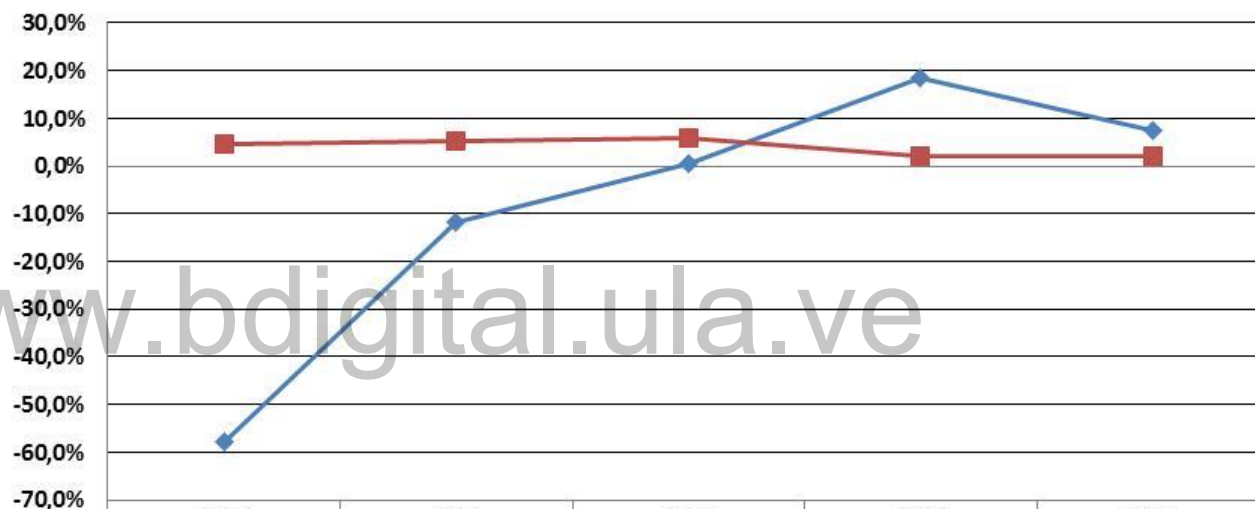
	2007				2008				2009				2010				2011			
	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital
<b>ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO</b>																				
<b>Pasivo circulante</b>	<b>40,1%</b>			<b>0,0%</b>	<b>56,8%</b>			<b>0,03%</b>	<b>44,8%</b>			<b>0,0%</b>	<b>17,0%</b>			<b>0,0%</b>	<b>22,8%</b>			<b>0,0%</b>
Obligaciones financieras a corto plazo																				
Cuentas por pagar comerciales	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	1,9%	0,0%	0,0%	0,0%	43,8%	0,0%	0,0%	0,0%	16,8%	0,0%	0,0%	0,0%	22,5%	0,0%	0,0%	0,0%
Otras cuentas por pagar	39,8%	0,0%	0,0%	0,0%	54,5%	0,0%	0,0%	0,0%												
Efecto por pagar					0,1%	24,1%	0,03%													
Gastos acumulados y retenciones													0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Impuestos, gravámenes y tasas					0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%
Obligaciones laborales	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Otros pasivos circulante																				
<b>Pasivo a largo plazo</b>	<b>69,9%</b>			<b>4,7%</b>	<b>4,5%</b>			<b>0,2%</b>	<b>26,1%</b>			<b>2,8%</b>	<b>74,2%</b>			<b>1,4%</b>	<b>68,3%</b>			<b>1,2%</b>
Obligaciones financieras a largo plazo																				
Cuentas por pagar accionistas/propietarios	66,3%	8,3%	85,0%	4,7%	1,8%	13,2%	85,0%	0,2%	26,1%	12,8%	85,0%	2,8%	13,0%	12,3%	85,0%	1,4%	11,5%	12,4%	85,0%	1,2%
Cuentas por pagar a terceros	3,6%	0,0%	85,0%	0,0%	2,8%	0,0%	85,0%	0,0%												
Otros pasivos a largo plazo													61,3%	0,0%	85,0%	0,0%	56,8%	0,0%	85,0%	0,0%
<b>Crédito diferido</b>	<b>0,0%</b>			<b>0,8%</b>	<b>0,8%</b>			<b>0,0%</b>	<b>4,4%</b>			<b>0,0%</b>	<b>1,9%</b>			<b>0,0%</b>	<b>2,1%</b>			<b>0,0%</b>
Crédito diferido				0,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	4,4%	0,0%	0,0%	0,0%	1,9%	0,0%	0,0%	0,0%	2,1%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Patrimonio</b>	<b>-10,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>37,9%</b>	<b>13,2%</b>	<b>5,0%</b>	<b>24,8%</b>	<b>12,8%</b>	<b>3,2%</b>	<b>6,9%</b>	<b>12,3%</b>	<b>0,8%</b>	<b>6,8%</b>	<b>12,4%</b>	<b>0,8%</b>	<b>6,8%</b>	<b>12,4%</b>	<b>0,8%</b>	<b>6,8%</b>	<b>12,4%</b>
Capital	1,6%	0,0%	0,0%	51,8%	13,2%	6,9%	33,7%	12,8%	4,3%	7,9%	12,3%	1,0%	7,3%	12,4%	0,9%	7,3%	12,4%	0,9%	7,3%	12,4%
Superavit o Déficit acumulado	-11,6%	0,0%	0,0%	-13,9%	13,2%	-1,8%	-8,9%	12,8%	-1,1%	-1,0%	12,3%	-0,1%	-0,5%	12,4%	-0,1%	-0,5%	12,4%	-0,1%	-0,5%	-0,1%
<b>COSTO PROMEDIO PONDERADO DE CAPITAL</b>	<b>100,0%</b>			<b>4,7%</b>	<b>100,0%</b>			<b>5,2%</b>	<b>100,0%</b>			<b>6,0%</b>	<b>100,0%</b>			<b>2,2%</b>	<b>100,0%</b>			<b>2,1%</b>

Nota. Resultado de aplicación de la matriz de registro

### Tipos de interés aplicados para el cálculo del costo ponderado individual

- **Cuentas por pagar comerciales.** De 2007 a 2011 = Tasa equivalente a 0%
- **Otras cuentas por pagar.** 2007 y 2008 = Tasa equivalente a 0%
- **Efecto por pagar.** 2008 = Tasa de interés cobrada en pagarés
- **Impuestos, gravámenes y tasas.** De 2007 a 2011 = Tasa equivalente a 0%
- **Obligaciones laborales.** De 2009 a 2011 = Tasa equivalente a 0%
- **Cuentas por pagar accionistas/propietarios.** De 2007 a 2011 = Tasa de interés pasiva
- **Cuentas por pagar a terceros.** De 2007 y 2008 = Tasa equivalente a 0%
- **Otros pasivos a largo plazo.** De 2010 y 2011 = Tasa equivalente a 0%
- **Crédito diferido.** 2008 a 2011 = Tasa equivalente a 0%
- **Patrimonio.** De 2007 a 2011 = Tasa de interés pasiva

Comparación entre el costo promedio ponderado de capital y ratio de rentabilidad financiera  
 Cabaña 8 (Escenario N°1)  
 Período 2007 - 2011



	2007	2008	2009	2010	2011
—◆— RENTABILIDAD FINANCIERA	-57,8%	-11,8%	0,5%	18,4%	7,4%
—■— COSTO PROMEDIO PONDERADO DE CAPITAL	4,7%	5,2%	6,0%	2,2%	2,1%

## Costo promedio ponderado de capital de la Cabaña N°8 para el período 2007-2011 (Escenario N°2)

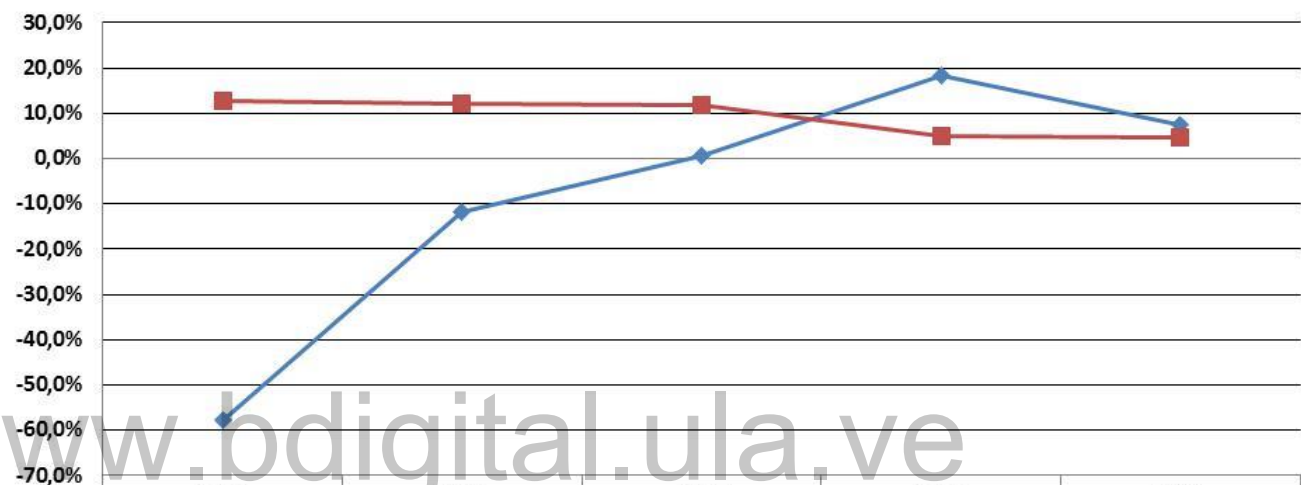
	2007				2008				2009				2010				2011			
	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital
<b>ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO</b>																				
<b>Pasivo circulante</b>	<b>40,1%</b>			<b>0,0%</b>	<b>56,8%</b>			<b>0,03%</b>	<b>44,8%</b>			<b>0,0%</b>	<b>17,0%</b>			<b>0,0%</b>	<b>22,8%</b>			<b>0,0%</b>
Obligaciones financieras a corto plazo																				
Cuentas por pagar comerciales	0,2%	0,0%		0,0%	1,9%	0,0%		0,0%	43,8%	0,0%		0,0%	16,8%	0,0%		0,0%	22,5%	0,0%		0,0%
Otras cuentas por pagar	39,8%	0,0%		0,0%	54,5%	0,0%		0,0%												
Efecto por pagar					0,1%	24,1%		0,03%												
Gastos acumulados y retenciones													0,0%	0,0%		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Impuestos, gravámenes y tasas					0,1%	0,0%		0,0%	0,7%	0,0%		0,0%	0,1%	0,0%		0,0%	0,3%	0,0%		0,0%
Obligaciones laborales	0,0%	0,0%		0,0%	0,2%	0,0%		0,0%	0,2%	0,0%		0,0%	0,0%	0,0%		0,0%	0,0%	0,0%		0,0%
Otros pasivos circulante																				
<b>Pasivo a largo plazo</b>	<b>69,9%</b>			<b>12,7%</b>	<b>4,5%</b>			<b>0,5%</b>	<b>26,1%</b>			<b>5,5%</b>	<b>74,2%</b>			<b>3,0%</b>	<b>68,3%</b>			<b>2,7%</b>
Obligaciones financieras a largo plazo																				
Cuentas por pagar accionistas/propietarios	66,3%	22,5%	85,0%	12,7%	1,8%	30,9%	85,0%	0,5%	26,1%	25,1%	85,0%	5,5%	13,0%	27,2%	85,0%	3,0%	11,5%	27,6%	85,0%	2,7%
Cuentas por pagar a terceros	3,6%	0,0%	85,0%	0,0%	2,8%	0,0%	85,0%	0,0%												
Otros pasivos a largo plazo													61,3%	0,0%	85,0%	0,0%	56,8%	0,0%	85,0%	0,0%
Crédito diferido	0,0%				0,8%	0,0%		0,0%	4,4%	0,0%		0,0%	1,9%	0,0%		0,0%	2,1%	0,0%		0,0%
Crédito diferido					0,8%	0,0%		0,0%	4,4%	0,0%		0,0%	1,9%	0,0%		0,0%	2,1%	0,0%		0,0%
<b>Patrimonio</b>	<b>-10,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>37,9%</b>	<b>30,9%</b>	<b>11,7%</b>	<b>24,8%</b>	<b>25,1%</b>	<b>6,2%</b>	<b>6,9%</b>	<b>27,2%</b>	<b>1,9%</b>	<b>6,8%</b>	<b>27,6%</b>	<b>1,9%</b>	<b>6,8%</b>	<b>27,6%</b>	<b>1,9%</b>	<b>6,8%</b>	<b>27,6%</b>
Capital	1,6%	0,0%		0,0%	51,8%	30,9%		16,0%	33,7%	25,1%		8,4%	7,9%	27,2%		2,2%	7,3%	27,6%		2,0%
Superavit o Déficit acumulado	-11,6%	0,0%		0,0%	-13,9%	30,9%		-4,3%	-8,9%	25,1%		-2,2%	-1,0%	27,2%		-0,3%	-0,5%	27,6%		-0,1%
<b>COSTO PROMEDIO PONDERADO DE CAPITAL</b>	<b>100,0%</b>			<b>12,7%</b>	<b>100,0%</b>			<b>12,2%</b>	<b>100,0%</b>			<b>11,8%</b>	<b>100,0%</b>			<b>4,9%</b>	<b>100,0%</b>			<b>4,6%</b>

Nota. Resultado de aplicación de la matriz de registro

### Tipos de interés aplicados para el cálculo del costo ponderado individual

- **Cuentas por pagar comerciales.** De 2007 a 2011 = Tasa equivalente a 0%
- **Otras cuentas por pagar.** 2007 y 2008 = Tasa equivalente a 0%
- **Efecto por pagar.** 2008 = Tasa de interés cobrada en pagarés
- **Impuestos, gravámenes y tasas.** De 2007 a 2011 = Tasa equivalente a 0%
- **Obligaciones laborales.** De 2009 a 2011 = Tasa equivalente a 0%
- **Cuentas por pagar accionistas/propietarios.** De 2007 a 2011 = Tasa de inflación anual
- **Cuentas por pagar a terceros.** De 2007 y 2008 = Tasa equivalente a 0%
- **Otros pasivos a largo plazo.** De 2010 y 2011 = Tasa equivalente a 0%
- **Crédito diferido.** 2008 a 2011 = Tasa equivalente a 0%
- **Patrimonio.** De 2007 a 2011 = Tasa de inflación anual

Comparación entre el costo promedio ponderado de capital y ratio de rentabilidad financiera  
 Cabaña 8 (Escenario N°2)  
 Período 2007 - 2011



	2007	2008	2009	2010	2011
◆ RENTABILIDAD FINANCIERA	-57,8%	-11,8%	0,5%	18,4%	7,4%
■ COSTO PROMEDIO PONDERADO DE CAPITAL	12,7%	12,2%	11,8%	4,9%	4,6%



### Costo promedio ponderado de capital de la Cabaña N°8 para el período 2007-2011 (Escenario N°3)

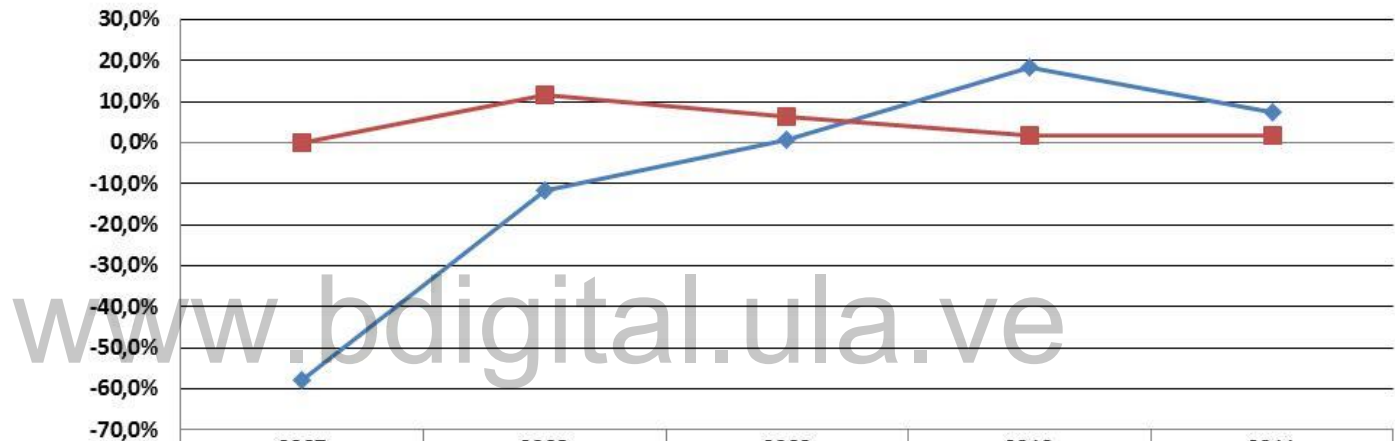
	2007				2008				2009				2010				2011			
	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital
<b>ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO</b>																				
<b>Pasivo circulante</b>	<b>40,1%</b>			<b>0,0%</b>	<b>56,8%</b>			<b>0,03%</b>	<b>44,8%</b>			<b>0,0%</b>	<b>17,0%</b>			<b>0,0%</b>	<b>22,8%</b>			<b>0,0%</b>
Obligaciones financieras a corto plazo																				
Cuentas por pagar comerciales	0,2%	0,0%		0,0%	1,9%	0,0%		0,0%	43,8%	0,0%		0,0%	16,8%	0,0%		0,0%	22,5%	0,0%		0,0%
Otras cuentas por pagar	39,8%	0,0%		0,0%	54,5%	0,0%		0,0%												
Efecto por pagar					0,1%	24,1%		0,03%												
Gastos acumulados y retenciones													0,0%	0,0%		0,0%	0,0%	0,0%		0,0%
Impuestos, gravámenes y tasas					0,1%	0,0%		0,0%	0,7%	0,0%		0,0%	0,1%	0,0%		0,0%	0,3%	0,0%		0,0%
Obligaciones laborales	0,0%	0,0%		0,0%	0,2%	0,0%		0,0%	0,2%	0,0%		0,0%	0,0%	0,0%		0,0%	0,0%	0,0%		0,0%
Otros pasivos circulante																				
<b>Pasivo a largo plazo</b>	<b>69,9%</b>			<b>0,0%</b>	<b>4,5%</b>			<b>0,0%</b>	<b>26,1%</b>			<b>0,0%</b>	<b>74,2%</b>			<b>0,0%</b>	<b>68,3%</b>			<b>0,0%</b>
Obligaciones financieras a largo plazo																				
Cuentas por pagar accionistas/propietarios	66,3%	0,0%		0,0%	1,8%	0,0%		0,0%	26,1%	0,0%		0,0%	13,0%	0,0%		0,0%	11,5%	0,0%		0,0%
Cuentas por pagar a terceros	3,6%	0,0%	85,0%	0,0%	2,8%	0,0%	85,0%	0,0%												
Otros pasivos a largo plazo													61,3%	0,0%	85,0%	0,0%	56,8%	0,0%	85,0%	0,0%
<b>Crédito diferido</b>	<b>0,0%</b>			<b>0,0%</b>	<b>0,8%</b>			<b>0,0%</b>	<b>4,4%</b>			<b>0,0%</b>	<b>1,9%</b>			<b>0,0%</b>	<b>2,1%</b>			<b>0,0%</b>
Crédito diferido					0,8%	0,0%		0,0%	4,4%	0,0%		0,0%	1,9%	0,0%		0,0%	2,1%	0,0%		0,0%
<b>Patrimonio</b>	<b>-10,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>37,9%</b>	<b>30,9%</b>	<b>11,7%</b>	<b>24,8%</b>	<b>25,1%</b>	<b>6,2%</b>	<b>6,9%</b>	<b>27,2%</b>	<b>1,9%</b>	<b>6,8%</b>	<b>27,6%</b>	<b>1,9%</b>	<b>6,8%</b>	<b>27,6%</b>	<b>1,9%</b>		
Capital	1,6%	0,0%		0,0%	51,8%	30,9%		16,0%	33,7%	25,1%		8,4%	7,9%	27,2%		2,2%	7,3%	27,6%		2,0%
Superavit o Déficit acumulado	-11,5%	0,0%		0,0%	-13,9%	30,9%		-4,3%	-8,9%	25,1%		-2,2%	-1,0%	27,2%		-0,3%	-0,5%	27,6%		-0,1%
<b>COSTO PROMEDIO PONDERADO DE CAPITAL</b>	<b>100,0%</b>			<b>0,0%</b>	<b>100,0%</b>			<b>11,7%</b>	<b>100,0%</b>			<b>6,2%</b>	<b>100,0%</b>			<b>1,9%</b>	<b>100,0%</b>			<b>1,9%</b>

Nota. Resultado de aplicación de la matriz de registro

#### Tipos de interés aplicados para el cálculo del costo ponderado individual

- **Cuentas por pagar comerciales.** De 2007 a 2011 = Tasa equivalente a 0%
- **Otras cuentas por pagar.** 2007 y 2008 = Tasa equivalente a 0%
- **Efecto por pagar.** 2008 = Tasa de interés cobrada en pagarés
- **Impuestos, gravámenes y tasas.** De 2007 a 2011 = Tasa equivalente a 0%
- **Obligaciones laborales.** De 2009 a 2011 = Tasa equivalente a 0%
- **Cuentas por pagar accionistas/propietarios.** De 2007 a 2011 = Tasa equivalente a 0%
- **Cuentas por pagar a terceros.** De 2007 y 2008 = Tasa equivalente a 0%
- **Otros pasivos a largo plazo.** De 2010 y 2011 = Tasa equivalente a 0%
- **Crédito diferido.** 2008 a 2011 = Tasa equivalente a 0%
- **Patrimonio.** De 2007 a 2011 = Tasa de inflación anual

Comparación entre el costo promedio ponderado de capital y ratio de rentabilidad financiera  
 Cabaña 8 (Escenario N°3)  
 Período 2007 - 2011



	2007	2008	2009	2010	2011
—◆— RENTABILIDAD FINANCIERA	-57,8%	-11,8%	0,5%	18,4%	7,4%
—■— COSTO PROMEDIO PONDERADO DE CAPITAL	0,0%	11,7%	6,2%	1,9%	1,9%

[ANEXO E-6]

[Cabaña N°9]

**ESTRUCTURA DE INVERSIÓN**

**Análisis vertical de las proporciones del activo**

**Período 2007-2011**

<b>Proporción de activos (%)</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
<b>Activo circulante:</b>					
Disponible	87,8%	93,6%	51,4%	38,4%	39,7%
Cuentas por cobrar comerciales	0,0%	0,0%	23,3%	0,0%	19,5%
<b>Activo inmovilizado:</b>					
Propiedad, planta y equipo	12,2%	6,4%	25,3%	61,6%	40,8%
<b>Total Activo (%)</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

*Nota.* Resultado de aplicación de la matriz de registro

**ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO**

**Análisis vertical de las proporciones del pasivo y patrimonio**

**Período 2007-2011**

<b>Proporción del pasivo y patrimonio (%)</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
<b>Pasivo circulante:</b>					
Impuestos, gravámenes y tasas	2,4%	1,5%	0,6%	0,7%	0,7%
<b>Pasivo a largo plazo:</b>					
Obligaciones financieras a largo plazo	47,8%	41,2%	47,1%	15,2%	48,6%
<b>Patrimonio:</b>					
Patrimonio	49,9%	57,3%	52,3%	84,1%	50,8%
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

*Nota.* Resultado de aplicación de la matriz de registro

### RATIO DE RENTABILIDAD

	2007	2008	2009	2010	2011
Resultado neto (R)	12.532,68	80.500,01	30.870,79	28.513,13	36.107,98
Recursos propios (P)	34.240,92	46.773,60	127.273,77	400.000,00	428.513,13
<b>Rentabilidad Financiera (R/P)</b>	<b>36,6%</b>	<b>172,1%</b>	<b>24,3%</b>	<b>7,1%</b>	<b>8,4%</b>

*Nota.* Resultado de aplicación de la matriz de registro

[www.bdigital.ula.ve](http://www.bdigital.ula.ve)



## Costo promedio ponderado de capital de la Cabaña N°9 para el período 2007-2011 (Escenario N°1)

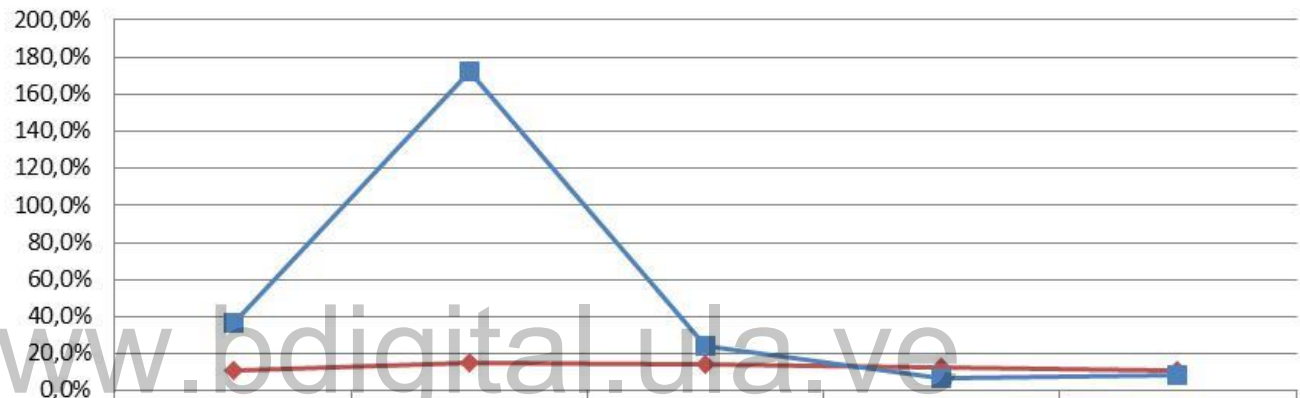
	2007				2008				2009				2010				2011			
	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital
<b>ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO</b>																				
Pasivo circulante	2,4%			0,0%	1,5%			0,0%	0,6%			0,0%	0,7%			0,0%	0,7%			0,0%
Obligaciones financieras a corto plazo																				
Cuentas por pagar comerciales																				
Otras cuentas por pagar																				
Efecto por pagar																				
Gastos acumulados y retenciones																				
Impuestos, gravámenes y tasas	2,4%	0,0%		0,0%	1,5%	0,0%		0,0%	0,6%	0,0%		0,0%	0,7%	0,0%		0,0%	0,7%	0,0%		0,0%
Obligaciones laborales																				
Otros pasivos circulante																				
Pasivo a largo plazo	47,8%			7,0%	41,2%			7,8%	47,1%			7,9%	15,2%			2,4%	48,6%			4,5%
Obligaciones financieras a largo plazo	47,8%	17,1%	85,0%	7,0%	41,2%	22,3%	85,0%	7,8%	47,1%	19,7%	85,0%	7,9%	15,2%	18,3%	85,0%	2,4%	48,6%	10,8%	85,0%	4,5%
Pasivos laborales a largo plazo																				
Cuentas por pagar accionistas/propietarios																				
Cuentas por pagar a terceros																				
Otros pasivos a largo plazo																				
Crédito diferido	0,0%				0,0%				0,0%				0,0%				0,0%			
Crédito diferido																				
Patrimonio	49,9%	8,3%		4,1%	57,3%	13,2%		7,6%	52,3%	12,8%		6,7%	84,1%	12,3%		10,3%	50,8%	12,4%		6,3%
Capital	4,3%	8,3%		0,4%	1,8%	13,2%		0,2%	1,3%	12,8%		0,2%	78,5%	12,3%		9,6%	43,7%	12,4%		5,4%
Superavit o Déficit acumulado	45,6%	8,3%		3,8%	55,5%	13,2%		7,3%	51,0%	12,8%		6,5%	5,6%	12,3%		0,7%	7,1%	12,4%		0,9%
<b>COSTO PROMEDIO PONDERADO DE CAPITAL</b>	<b>100,0%</b>			<b>11,1%</b>	<b>100,0%</b>			<b>15,4%</b>	<b>100,0%</b>			<b>14,6%</b>	<b>100,0%</b>			<b>12,7%</b>	<b>100,0%</b>			<b>10,8%</b>

Nota. Resultado de aplicación de la matriz de registro

### Tipos de interés aplicados para el cálculo del costo ponderado individual

- **Impuestos, gravámenes y tasas.** De 2007 a 2011 = Tasa equivalente a 0%
- **Obligaciones financieras a largo plazo.** (1) De 2007 a 2010 = Tasa de interés cobrada en préstamos hipotecarios; (2) 2011 = Tasa de interés aplicable a las operaciones crediticias destinadas al sector turístico.
- **Patrimonio.** De 2007 a 2011 = Tasa de interés pasiva

**Comparación entre el costo promedio ponderado de capital y ratio de rentabilidad financiera  
Cabaña 9 (Escenario N°1)  
Período 2007 - 2011**



◆ COSTO PROMEDIO PONDERADO DE CAPITAL	11,1%	15,4%	14,6%	12,7%	10,8%
■ RENTABILIDAD FINANCIERA	36,6%	172,1%	24,3%	7,1%	8,4%

## Costo promedio ponderado de capital de la Cabaña N°9 para el período 2007-2011 (Escenario N°2)

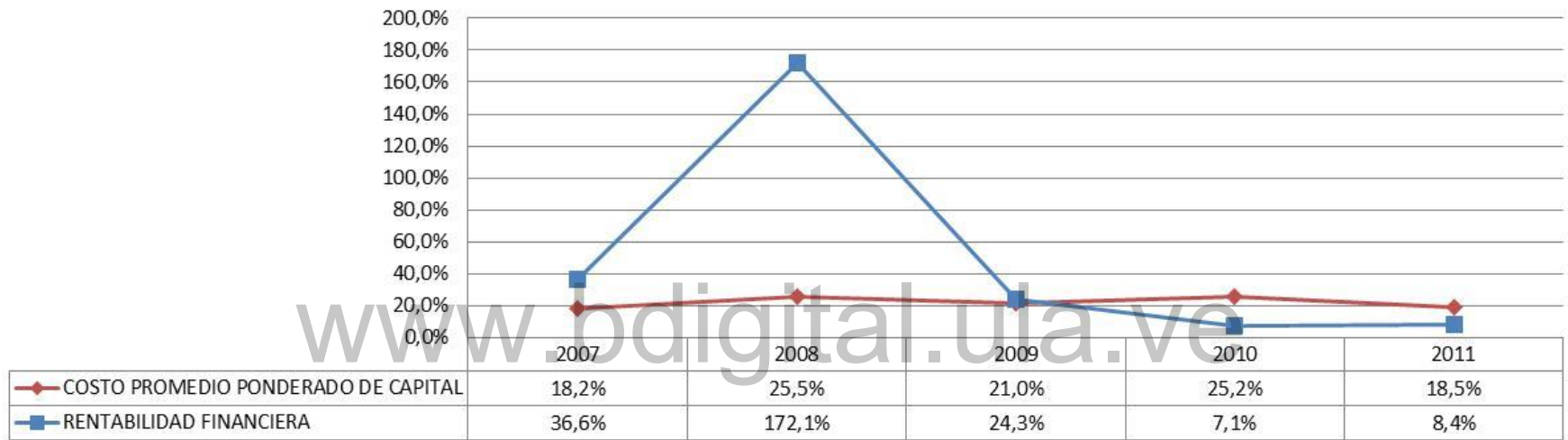
	2007				2008				2009				2010				2011			
	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital
<b>ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO</b>																				
<b>Pasivo circulante</b>	2,4%			0,0%	1,5%			0,0%	0,6%			0,0%	0,7%			0,0%	0,7%			0,0%
Obligaciones financieras a corto plazo																				
Cuentas por pagar comerciales																				
Otras cuentas por pagar																				
Efecto por pagar																				
Gastos acumulados y retenciones																				
Impuestos, gravámenes y tasas	2,4%	0,0%		0,0%	1,5%	0,0%		0,0%	0,6%	0,0%		0,0%	0,7%	0,0%		0,0%	0,7%	0,0%		0,0%
Obligaciones laborales																				
Otros pasivos circulante																				
<b>Pasivo a largo plazo</b>	47,8%			7,0%	41,2%			7,8%	47,1%			7,9%	15,2%			2,4%	48,6%			4,5%
Obligaciones financieras a largo plazo	47,8%	17,1%	85,0%	7,0%	41,2%	22,3%	85,0%	7,8%	47,1%	19,7%	85,0%	7,9%	15,2%	18,3%	85,0%	2,4%	48,6%	10,8%	85,0%	4,5%
Cuentas por pagar accionistas/propietarios																				
Cuentas por pagar a terceros																				
Otros pasivos a largo plazo																				
<b>Crédito diferido</b>	0,0%				0,0%				0,0%				0,0%				0,0%			
Crédito diferido																				
<b>Patrimonio</b>	49,9%	22,5%		11,2%	57,3%	30,9%		17,7%	52,3%	25,1%		13,1%	84,1%	27,2%		22,9%	50,8%	27,6%		14,0%
Capital	4,3%	22,5%		1,0%	1,8%	30,9%		0,6%	1,3%	25,1%		0,3%	78,5%	27,2%		21,3%	43,7%	27,6%		12,0%
Superavit o Déficit acumulado	45,6%	22,5%		10,3%	55,5%	30,9%		17,2%	51,0%	25,1%		12,8%	5,6%	27,2%		1,5%	7,1%	27,6%		1,9%
<b>COSTO PROMEDIO PONDERADO DE CAPITAL</b>	<b>100,0%</b>			<b>18,2%</b>	<b>100,0%</b>			<b>25,5%</b>	<b>100,0%</b>			<b>21,0%</b>	<b>100,0%</b>			<b>25,2%</b>	<b>100,0%</b>			<b>18,5%</b>

Nota. Resultado de aplicación de la matriz de registro

### Tipos de interés aplicados para el cálculo del costo ponderado individual

- **Impuestos, gravámenes y tasas.** De 2007 a 2011 = Tasa equivalente a 0%
- **Obligaciones financieras a largo plazo.** (1) De 2007 a 2010 = Tasa de interés cobrada en préstamos hipotecarios;  
(2) 2011 = Tasa de interés aplicable a las operaciones crediticias destinadas al sector turístico.
- **Patrimonio.** De 2007 a 2011 = Tasa de inflación anual

**Comparación entre el costo promedio ponderado de capital y ratio de rentabilidad financiera  
Cabaña 9 (Escenario N°2)  
Período 2007 - 2011**





### Costo promedio ponderado de capital de la Cabaña N°9 para el período 2007-2011 (Escenario N°3)

	2007				2008				2009				2010				2011			
	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital	Proporción	Tasa	Ahorro Fiscal (1-t)	Costo de capital
<b>ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO</b>																				
<b>Pasivo circulante</b>	2,4%			0,0%	1,5%			0,0%	0,6%			0,0%	0,7%			0,0%	0,7%			0,0%
Obligaciones financieras a corto plazo																				
Cuentas por pagar comerciales																				
Otras cuentas por pagar																				
Efecto por pagar																				
Gastos acumulados y retenciones																				
Impuestos, gravámenes y tasas	2,4%	0,0%		0,0%	1,5%	0,0%		0,0%	0,6%	0,0%		0,0%	0,7%	0,0%		0,0%	0,7%	0,0%		0,0%
Obligaciones laborales																				
Otros pasivos circulante																				
<b>Pasivo a largo plazo</b>	47,8%			7,0%	41,2%			7,8%	47,1%			7,9%	15,2%			2,4%	48,6%			4,5%
Obligaciones financieras a largo plazo	47,8%	17,1%	85,0%	7,0%	41,2%	22,3%	85,0%	7,8%	47,1%	19,7%	85,0%	7,9%	15,2%	18,3%	85,0%	2,4%	48,6%	10,8%	85,0%	4,5%
Cuentas por pagar accionistas/propietarios																				
Cuentas por pagar a terceros																				
Otros pasivos a largo plazo																				
<b>Crédito diferido</b>	0,0%				0,0%				0,0%				0,0%				0,0%			
Crédito diferido																				
<b>Patrimonio</b>	49,9%	22,5%		11,2%	57,3%	30,9%		17,7%	52,3%	25,1%		13,1%	84,1%	27,2%		22,9%	50,8%	27,6%		14,0%
Capital	4,3%	22,5%		1,0%	1,8%	30,9%		0,6%	1,3%	25,1%		0,3%	78,5%	27,2%		21,3%	43,7%	27,6%		12,0%
Superavit o Déficit acumulado	45,6%	22,5%		10,3%	55,5%	30,9%		17,2%	51,0%	25,1%		12,8%	5,6%	27,2%		1,5%	7,1%	27,6%		1,9%
<b>COSTO PROMEDIO PONDERADO DE CAPITAL</b>	<b>100,0%</b>			<b>18,2%</b>	<b>100,0%</b>			<b>25,5%</b>	<b>100,0%</b>			<b>21,0%</b>	<b>100,0%</b>			<b>25,2%</b>	<b>100,0%</b>			<b>18,5%</b>

Nota. Resultado de aplicación de la matriz de registro

#### Tipos de interés aplicados para el cálculo del costo ponderado individual

- **Impuestos, gravámenes y tasas.** De 2007 a 2011 = Tasa equivalente a 0%
- **Obligaciones financieras a largo plazo.** (1) De 2007 a 2010 = Tasa de interés cobrada en préstamos hipotecarios;  
(2) 2011 = Tasa de interés aplicable a las operaciones crediticias destinadas al sector turístico.
- **Patrimonio.** De 2007 a 2011 = Tasa de inflación anual

Comparación entre el costo promedio ponderado de capital y ratio de rentabilidad financiera  
 Cabaña 9 (Escenario N°3)  
 Período 2007 - 2011

