

**Gobernanza corporativa y estructura de capital,
determinantes en la creación de valor
económico y el riesgo financiero estratégico**

GALLARDO-MILLAN, Luis Alfredo. PhD.

ECORFAN[®]

ECORFAN-México

Gobernanza corporativa y estructura de capi-tal, determinantes en la creación de valor económico y el riesgo financiero estratégico

Autor

GALLARDO-MILLAN, Luis Alfredo. PhD.

Diseñador de Edición

SORIANO-VELASCO, Jesús. BsC.

Producción Tipográfica

TREJO-RAMOS, Iván. BsC.

Producción WEB

ESCAMILLA-BOUCHAN, Imelda. PhD.

Producción Digital

LUNA-SOTO, Vladimir. PhD.

Editora en Jefe

RAMOS-ESCAMILLA, María. PhD

Ninguna parte de este escrito amparado por la Ley de Derechos de Autor, podrá ser reproducida, transmitida o utilizada en cualquier forma o medio, ya sea gráfico, electrónico o mecánico, incluyendo, pero sin limitarse a lo siguiente: Citas en artículos y comentarios bibliográficos, de compilación de datos periodísticos radiofónicos o electrónicos. Visite nuestro sitio WEB en: www.ecorfan.org

ISBN: 978-607-8324-78-1

Sello Editorial ECORFAN: 607-8324

Número de Control B: 2016-11

Clasificación B (2016): 161114-0101

A los efectos de los artículos 13, 162 163 fracción I, 164 fracción I, 168, 169,209, y otra fracción aplicable III de la Ley del Derecho de Auto

Agradecimientos

El proceso de aprendizaje y acumulación de experiencias en mi recorrido académico ha sido muy reconfortante y prometedor, de tal magnitud que para este logro me han ayudado algunos seres de luz; entre ellos, mi familia terrenal, con especial agradecimiento a mi madre María Lucila y a mis sucesores Arielle Angélica, Luisa Fernanda, Luis Lorenzo y Astrid Dariana.

Este trabajo de investigación ha sido enriquecido por apreciables recomendaciones, en especial por mi director de tesis, Dr. Ezequiel Avilés Ochoa, a quien extendiendo mi reconocimiento por su objetividad y visión para consolidar mi desarrollo como investigador en las ciencias administrativas. Comparto mi gratitud a mis revisores de tesis, Dra. Lydia María López Barraza, Dr. Juan Cayetano Niebla, Dr. Carlos Fong Reynoso y Dr. Gabriel Ruiz Andrade.

Distingo también a cada uno de los doctores que participaron en nuestra preparación, en especial al Dr. Ramón Martínez Huerta, quien con su apoyo moral y ejemplo de vida ha sido un guía para alcanzar esta meta. Un reconocimiento grande a Karla María Mascareño Sánchez por su excelente y asidua asistencia administrativa. No olvido el gran aliciente recibido por el MC. Guillermo Aarón Sánchez como rector de la Universidad de Occidente.

Mención distintiva para los directivos y empleados de los principales hoteles del estado de Sinaloa, incluidos en esta investigación. Con su invaluable aportación se generó una base de conocimiento para el desarrollo teórico de la gobernanza corporativa, la estructura de capital y la creación de valor económico en las pequeñas y medianas empresas.

A mis compañeros del doctorado agradezco su amistad, consintiendo que nos unimos a un grupo de pensadores con inquietudes de autoconocimiento y descubrimiento de las condiciones que moldean nuestras acciones profesionales y filosóficas para el desarrollo de la sociedad en que vivimos.

Esta carrera a campo traviesa en el contexto académico fue retadora e intensa, convirtiéndose en una formación gratificante como investigador, ya que en las horas dedicadas y en los kilómetros recorridos atendiendo este compromiso fui acompañado por María de los Ángeles Cervantes Rosas, una mujer maravillosa, colmada de luz, energía, pasión e inteligencia. Te agradeceré por siempre Marielos, gracias por tu paciencia y amor.

Contenido

Introducción	1
Capítulo I contextualización del problema de investigación	3
1.1 Planteamiento del problema de investigación	5
1.2 Pregunta central	8
1.3 Objetivos	8
1.4 Hipótesis	9
1.5 Justicia y limitaciones del estudio	10
Capítulo II consideraciones teóricas	11
2.1 Estrategias financieras	20
2.2 Creación de valor económico	21
2.3 Estructura de capital y riesgo financiero estratégico	23
2.4 Gobernanza corporativa	27
2.5 Pymes hoteleras	28
Capítulo III Metodología de la investigación	33
3.1 Paradigmas de investigación	34
3.2 Estrategia metodológica de la investigación	34
3.3 Investigación de campo y criterios de validez	35
3.4 Selección de la muestra	36
3.5 Técnicas de recolección de datos	38
Capítulo IV análisis de resultados de la investigación de campo	41
4.1 Integración de las variables en el método de investigación.	41
4.2 Análisis descripción de los resultados	42
4.3 Determinación del riesgo financiero estratégico	48
4.4 Preación de valor económico	54
4.5 Prueba de hipótesis	56
4.5.1 Proyección del riesgo estratégico y análisis de función	56
4.5.2 Correlación bivariada	59
Capítulo V Conclusiones de la investigación	69
Referencias	73

Introducción

Hoy día, la competencia es creciente y diferenciada. Motiva al empresario a defender la participación de mercado de la empresa. Al centrarse la gestión en el estandarte de la creación de valor económico en cada una de las etapas del ciclo de vida del negocio, se requiere diseñar estrategias para alcanzar las metas de largo plazo, reduciendo el riesgo financiero estratégico.

El nivel de riesgo de las empresas ante eventualidades (entre ellas, el acceso limitado a fuentes de financiación de bajo costo) disminuye el resultado financiero estratégico. Incluso, reduce gradualmente la posibilidad de que la inversión en activos agregue valor económico, limitando el desarrollo de las empresas y alejándolas de la solvencia financiera que las posiciona en el mercado con ventaja competitiva.

Un sistema de financiación interna en equilibrio, apoyado en la teoría de la jerarquización financiera en la estructura de capital (*the pecking order theory*) propuesta por Myers, promueve la toma de decisiones, considerando los niveles de deuda, la capacidad de reinversión, el costo financiero y potencial de crecimiento para el aprovechamiento de oportunidades de inversión.

En el capítulo 1 se establece la pregunta central de investigación, resultado del análisis teórico que relaciona la toma de decisiones respecto a las fuentes de financiación y el horizonte de tiempo para recuperar la inversión, identificando los riesgos inherentes en la búsqueda del rendimiento que permita a las pequeñas y medianas empresas hoteleras mantener solvencia financiera para el crecimiento sostenido.

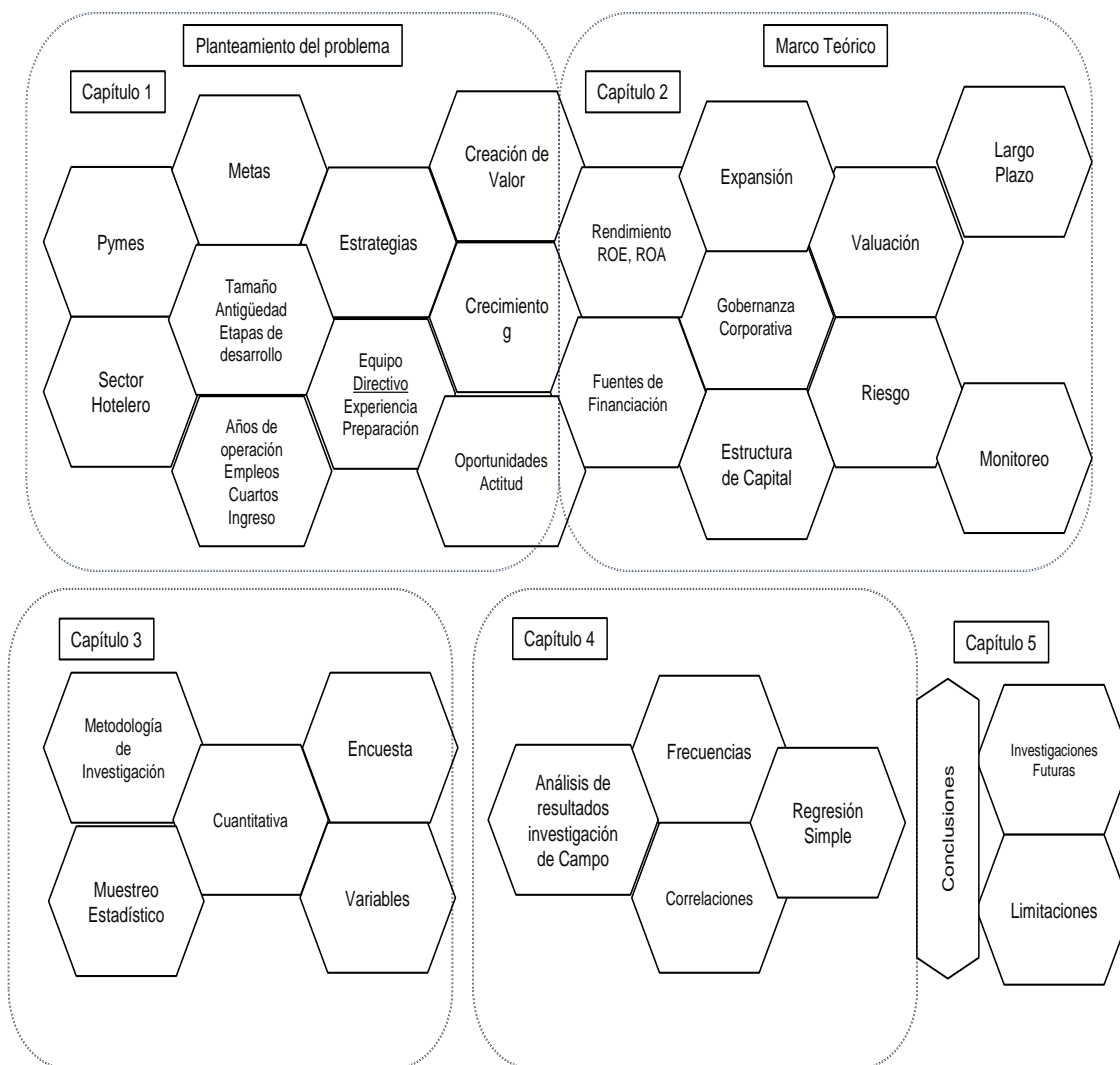
La hipótesis principal se complementa con tres hipótesis alternativas, alineadas con los objetivos principales de la investigación. Como es un trabajo que plantea obtener datos financieros empresariales, su confidencialidad presenta limitaciones.

Las consideraciones teóricas en el capítulo II parten del fundamento de las estrategias financieras para crear valor económico, encontrando como variables relevantes la estructura de capital y la gobernanza corporativa. Como los conceptos están en función de lograr objetivos a largo plazo, se estableció un modelo que permitiera determinar el riesgo financiero estratégico, el cual se sustentó al estudiar el desempeño financiero de las pequeñas y medianas empresas (pymes) hoteleras de las principales ciudades del estado de Sinaloa.

La metodología de investigación se estructuró bajo el enfoque cuantitativo; al atender las preguntas y objetivos de investigación, consideramos diseñar e implementar un instrumento que integrara los conceptos teóricos, para nuestro caso la encuesta permitió recolectar datos que al cumplir con los criterios de validez y con el tamaño de la muestra se logró relacionar variables cualitativas y cuantitativas supeditadas a dimensiones de estudio que facilitaron la prueba de hipótesis; descrito así en el capítulo 3.

Los capítulos IV y V corresponden al análisis de los resultados obtenidos en campo y a las conclusiones de la investigación, respectivamente. Mediante el uso de software y técnicas estadísticas para el procesamiento de datos y la prueba de hipótesis, se aportó un modelo que sustenta el concepto de riesgo financiero estratégico; la jerarquización en la estructura de capital apoyada en un sistema de gobernanza suscita condiciones favorables para crear valor económico en las pymes.

Estructura de la tesis.



Capítulo I Contextualización del problema de investigación

Las condiciones económicas globales que afectan a la mayor parte de las empresas reavivan el reto estratégico de crecer creando valor, lo cual depende de la habilidad de hacer inversiones que generen en el largo plazo flujos excedentes de efectivo (Rappaport, 2005, 2006). Sin embargo, las restricciones inducidas por la aversión a la optimización de la estructura de capital (Myers, 1984) incrementa en el tiempo la posibilidad de obtener rendimientos reducidos, debido a los costos de capital por el limitado acceso a las fuentes de financiación. Revertir este efecto es sustancial para incentivar las tasas de crecimiento requeridas en el mantenimiento del desarrollo empresarial sostenido (Bhaird, 2010).

La relación entre la estructura de capital y el valor de la empresa se ha instaurado como debate en la toma de decisiones financieras (Atiyet, 2012), que surgen del establecimiento de objetivos, como la obtención de rendimientos superiores a los costos de capital (Miller y Modigliani, 1958), la maximización de los niveles de deuda mediante la jerarquización financiera (Myers y Majluf, 1984), el crecimiento sostenido de los porcentajes de utilidad o ventas (Ramezani, Soenen y Jung, 2002), y la minimización de los riesgos inherentes en el aprovechamiento de oportunidades de inversión (Miller y Modigliani, 1961).

En el vínculo entre entorno económico y desempeño empresarial emerge la probabilidad de que una empresa perdure o no, cree o destruya valor. Las variables determinantes que se identifican en la contextualización del problema son la rentabilidad exigida, entendida como el costo de las oportunidades de inversión, y la estructura de capital, derivada como la mezcla de las fuentes de financiación externas.

Para cumplir con la función de crear valor, el tomador de decisiones financieras debe procurar la minimización del costo promedio de financiación. Sin embargo, considerando la teoría de la jerarquización financiera en la estructura de capital, fundamentada por Myers (2001), se establece que las decisiones sobre financiación se sustentan, primero, en elegir el medio de financiación de menor costo al que se pueda acceder *versus* las fuentes de menor costo disponibles en el momento de invertir: se prefiere la financiación interna mediante utilidades retenidas versus la financiación externa, y en ese orden se prefiere el endeudamiento versus la capitalización.

Las empresas buscan, en todo sentido, incrementar los rendimientos sobre la inversión y minimizar los riesgos, premisas incluidas en el concepto Valor Económico Agregado (EVA®),¹ el cual estipula que la creación de valor económico en un periodo es la capitalización al principio del periodo, multiplicada por la diferencia entre la rentabilidad para los inversionistas y la rentabilidad exigida.

¹ EVA es una técnica administrativa, desarrollada y registrada por Stern Stewart & Company.

Por consiguiente, hay creación de valor económico cuando la rentabilidad sobre la inversión es superior al costo de capital. Worthington y West (2001), al examinar la investigación teórica y empírica sobre la reciente adopción de EVA[®], como una medida de desempeño financiero, concluyen que sus fundamentos conceptuales derivan de un sólido análisis microeconómico² de la relación entre la rentabilidad empresarial y la creación de valor.

Las empresas que establecen como meta crear valor deben generar ventajas competitivas para lograr el objetivo financiero básico (Jorion, 2003); en ese engranaje que inicia con una inversión, existe la posibilidad de no obtener un rendimiento financiero satisfactorio y, debido a la posible falta de inversión, surge el riesgo de no mantener una posición competitiva satisfactoria (Ghemawat, 2009).

La administración financiera de la empresa involucra un sinnúmero de retos y alternativas; en el contexto teórico concebido, las decisiones más relevantes se refieren a las limitaciones de inversión, financiación y resultados económicos que precisan la maximización de la creación de valor.

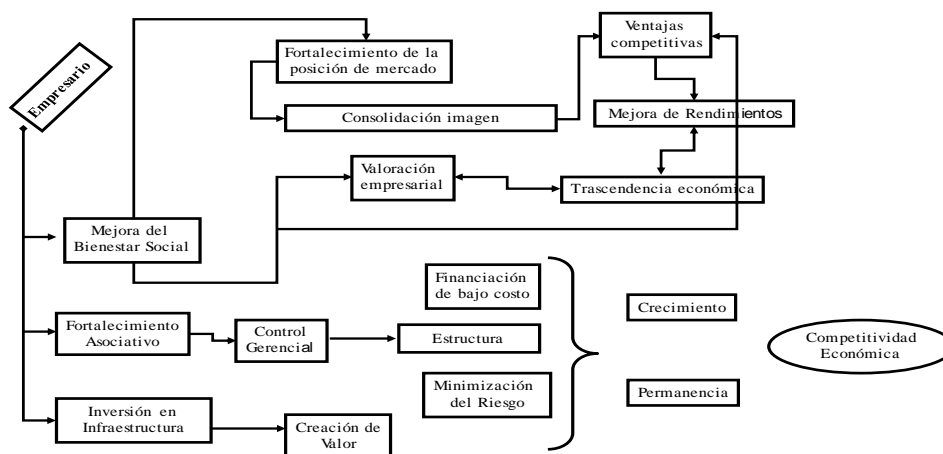
Para asegurar la mejora continua en el desempeño financiero que sustente la creación de valor, se requiere de gobernanza corporativa, que consiste en un sistema mediante el cual las empresas son administradas y controladas. Bajo este aspecto, los directivos deben definir la política financiera, supervisando e implementando controles y procesos administrativos que evalúen las actividades y progresos de la empresa (Cadbury, 1992).

En el principio, el concepto gobernanza corporativa fue diseñado para los corporativos o empresas listadas en el mercado de valores, con la finalidad de proveer una guía de buenas prácticas para preservar y mejorar sus inversiones, para crear valor y alcanzar sus objetivos a menor costo —en el corto y largo plazo—, además de reducir el riesgo de insolvencia y otras limitantes creadas por la complejidad de su desarrollo o expansión. Sin embargo, por la intención de obtener un desempeño financiero satisfactorio y de mantener una aceptable reputación empresarial, la gobernanza corporativa es también relevante para las pymes (Bosch, Farrar, Hui, Charlton y Tsui, 2003).

Así, se encontró como base para nuestro trabajo la relevancia de evaluar el desempeño financiero identificando el riesgo inherente; permitiendo diseñar e implementar estrategias financieras esenciales para crear valor económico, gobernadas por la maximización de la estructura de capital en el largo plazo, y centradas en el estandarte de la competitividad económica (figura 1).

² Desde la aportación seminal de Alfred Marshall (1920), hasta la descripción del concepto por Peter Drucker (1998).

Figura 1 Factores para la evaluación del desempeño empresarial



Fuente: © Luis Alfredo Gallardo Millán.

En otras palabras, si deseamos evaluar económicamente el resultado de la actividad empresarial (es decir, su desempeño en la búsqueda del éxito), requerimos un análisis que minimice la probabilidad de que una empresa limite su crecimiento e, incluso, que deje de existir. El reflejo de un resultado positivo es el incremento de la infraestructura del negocio; es la creación de valor económico lo que permite en cierto grado que las metas y objetivos se logren, ya que se encontraron y conjugaron las oportunidades requeridas en cada etapa del ciclo de vida de la empresa al alinear la estructura organizativa, la capacidad de control gerencial y la financiación óptima.

1.1 Planteamiento del problema de investigación

El desempeño financiero empresarial tiene sustento en las estrategias que se diseñan e implementan para obtener los resultados esperados, de tal magnitud que en ese proceso podemos enfrentar riesgos que nos alejen de las metas planeadas. De acuerdo con Frigo y Anderson (2009), la identificación y administración del riesgo estratégico consiste en la habilidad organizacional para ejecutar las estrategias, alcanzar los objetivos empresariales y construir o proteger el valor de la empresa.

Considerando esa apreciación, un paso inicial para asegurar un desempeño financiero satisfactorio consiste en evaluar la exposición al riesgo, la cual envuelve una revisión exhaustiva de los riesgos a que la compañía está siendo expuesta, mediante su información financiera, su estructura de deuda o sus operaciones cotidianas (Stulz, 1996).

Con esa consideración, cuando una empresa enfrenta un riesgo de pérdida o separación del mercado (como resultado de indicadores financieros fuera de rangos aceptables, rendimientos inferiores a las tasas de riesgo, recursos insuficientes para la operación del negocio, oportunidades limitadas de crecimiento e, incluso, una estructura organizativa inadecuada), se conceptualiza como riesgo estratégico (Damodaran 2003, Muñoz Palma y Avilés Ochoa, 2011).

Hoy día, los negocios son más complejos y dinámicos. De Geus (1988) señala que la habilidad de aprender más rápido que tus competidores puede ser la única ventaja competitiva sustentable, permitiendo reaccionar ante las dificultades constantes del entorno empresarial. Por tanto, para mantener el enfoque de mejora en las pymes es relevante aprender a desarrollar habilidades gerenciales con soporte disciplinario y metodológico; también el diseño de estrategias necesita sustentarse en avances científicos que solvente el área de las ciencias administrativas.

Con la objeto de encontrar nuevos paradigmas que incentiven la competitividad económica de las pymes, el Consejo Mexicano para el Desarrollo Social (COMDES) propone el rompimiento de las barreras de crecimiento, resultado de la discriminación al acceso a financiación, acceso a la tecnología, acceso a los recursos humanos y acceso a los clientes, además de su alta percepción del riesgo, por su falta de solidez financiera, su falta de capacidades administrativas y controles de calidad y su falta de experiencia y gestión en los mercados internacionales (COMDES, 2010).

Vos (1995) establece que la relación rendimiento/riesgo es difícil de identificar en las pequeñas empresas no listadas en el mercado de valores; por tanto, también se complica aplicar medidas de riesgo utilizadas en las empresas que cotizan en la bolsa, y señala que estudios previos reconocen la necesidad de aplicar en las pymes técnicas de medición del riesgo dados sus enfoques sobre el riesgo y sus características específicas.

Altman (1968) expresa que la técnica tradicional para detectar las dificultades operativas y financieras de las empresas consiste en el análisis de razones financieras; señala que los académicos planteaban la necesidad de utilizar técnicas estadísticas para dar un soporte riguroso y práctico a la toma de decisiones relacionadas con el área financiera, ya que la metodología de análisis de razones financieras es susceptible de erróneas interpretaciones y potencialmente confusa.

Por ejemplo, una empresa con bajos rendimientos y solvencia limitada puede no considerar un riesgo de quiebra, debido a su alta liquidez, e introduce un múltiple análisis discriminante³ para identificar las razones financieras más importantes en la detección de una quiebra potencial, de tal magnitud que en tiempos posteriores se convirtió en la técnica más popular que emplea vectores de predicción en el análisis del fracaso empresarial (Ohlson, 1980).

Hoy se cuenta con modelos dinámicos de análisis financiero, como el propuesto por Mosqueda Almanza (2008), denominado Ratio ponderado de valoración empresarial (RPV), para medir la eficiencia de las pymes en México, y que se fundamenta en la teoría de *rough set*, desarrollada como herramienta formal para tratar con la incertidumbre o la vaguedad inherente a un proceso de decisión.

³³ La función discriminante resultante es $Z = .012X_1 + .014X_2 + .033X_3 + .006X_4 + .999X_5$

Relacionando esas apreciaciones teóricas, se observa que las aportaciones de la administración financiera y las finanzas corporativas sustentadas en las teorías estadísticas de probabilidad, la lógica difusa y el enfoque clásico de rough set, permiten a las pymes estimar la sensibilidad ante variaciones no anticipadas de los rubros financieros determinantes para crear valor y asegurar un desempeño financiero satisfactorio. Sin embargo, estudios como el de Harif, Osman, & Hoe (2010), encuentran que el análisis financiero, la contabilidad administrativa y el presupuesto de capital tienen un bajo porcentaje de uso en las pymes.

Para Damodaran (2008), la administración estratégica de riesgo puede convertirse en una ventaja competitiva en el largo plazo y extender el periodo de crecimiento. Incluso, ayuda a determinar los componentes de valor que se relacionan con la administración financiera. Identificado el riesgo, el tomador de decisiones debe centrarse en:

La calidad de las inversiones y la buena administración para incrementar el flujo de efectivo proveniente de los activos actuales, crecer más rápido con tasas de rendimiento sobre capital que permitan extender el periodo de crecimiento, provenientes de las sustentabilidad de las ventajas competitivas, reducir el costo de capital promedio ponderado, que es referente básico del riesgo sobre la estructura financiera.

Para lograr los resultados proyectados, Kaplan y Norton (2001) señalan que se requiere dar impulso a la planeación estratégica. Enfocados en la planeación financiera, de acuerdo con Pavlíček (2009), las estrategias financieras se componen de estrategias de distribución de utilidades, estrategias de inversión, estrategias de financiación y estrategias de relaciones corporativas.

Las estrategias de financiación dependen de la decisión sobre cómo financiar la expansión o el sostenimiento de las empresas con el menor costo de capital, jugando, además, un rol relevante en el vínculo entre la calidad de las inversiones y la optimización de la estructura de capital (Damodaran, 2008; Shahmansuri y Gahnbari Shahraji, 2013).

Debido a la aversión al riesgo que experimentan las pymes por sus barreras de crecimiento y el entorno económico empresarial, la teoría de la jerarquización financiera en la estructura de capital, planteada y revisada por Myers (2001), explica el proceso de decisión respecto a la utilización de las diferentes fuentes de financiación al considerar los costos y los riesgos inherentes. Los factores clave identificados al optar por la maximización de la estructura de capital y el desempeño financiero, se transmutan en premisas de acción para el diseño e implementación de estrategias financieras que relacionan nivel de deuda, reinversión de utilidades, optimización del costo de capital y planes de inversión.

En economías desarrolladas, las empresas, independientemente de su giro y tamaño, tienen acceso a la mayor parte de los instrumentos financieros. En contraste, en economías emergentes (es el caso de la mexicana) la exclusión financiera es ampliada, desigual y significativa. El acceso de las pymes a los mercados de capital y de coberturas de riesgo es en extremo limitado.

En consecuencia, las empresas están obligadas a utilizar fuentes autogeneradoras de recursos, como provisión de gastos, impuestos diferidos o utilidades retenidas; sumados a otros factores, inducen deficiencias en su gobierno corporativo, en la gestión y la planeación financiera; limitan, en consecuencia, su crecimiento y la creación de valor (Pavón, 2010).

La revisión de la literatura previa permitió relacionar que la gobernanza corporativa y la estructura de capital, desagregadas del objetivo de crear valor económico, menoscaba en las pymes la viabilidad de (1) garantizar rendimientos satisfactorios sobre la inversión en activos, restringiendo los flujos de efectivo futuros; (2) la sustentabilidad de las ventajas competitivas, limitando las tasas de crecimiento y los retornos sobre el capital; (3) las oportunidades de inversión, y (4) reducir los riesgos financieros.

1.2 Pregunta central

Considerando que el sector empresarial se desenvuelve en un entorno inmerso en contingencias, y éste, a su vez, condiciona la creación de valor económico y el crecimiento, es relevante para las pymes que desarrollen su capacidad administrativa y financiera para modular su percepción del riesgo, acrecentar su experiencia en la gestión y aprovechar oportunidades de inversión, apoyándose en las teorías y aportaciones de las ciencias administrativas.

La interrogante fundamental es:

¿Cómo hacer funcional la teoría de la jerarquización financiera en la estructura de capital para identificar los factores determinantes del riesgo financiero estratégico y seleccionar las estrategias financieras que contribuyan en la creación de valor económico y en la gobernanza corporativa de las pymes?

Preguntas secundarias:

¿Cuáles son los criterios financieros utilizados para maximizar la creación de valor económico en las pymes?

¿Cuáles son las estrategias que se han desarrollado en los sistemas empresariales para minimizar el riesgo financiero estratégico?

¿Cuáles son las estrategias financieras implementadas por las pymes que les han permitido crecer creando valor económico?

1.3 Objetivos

Objetivo general: Establecer los criterios y herramientas para evaluar las decisiones sobre gobernanza corporativa y estructura de capital, minimizando el riesgo financiero estratégico con el diseño y desarrollo de estrategias financieras que sustenten el crecimiento y la creación de valor económico en las pymes hoteleras sinaloenses.

Objetivos específicos

- Identificar y evaluar los modelos de creación de valor económico de las pymes hoteleras sinaloenses.

- Analizar las estrategias que se utilizan en las pymes hoteleras sinaloenses para minimizar el riesgo financiero estratégico.
- Determinar y evaluar los componentes de las estrategias financieras que sustentan la inversión y la creación de valor económico en las pymes hoteleras sinaloenses.

1.4 Hipótesis

La hipótesis ha sido formulada con el debate identificado en la frontera de conocimiento que relaciona las dimensiones y referentes teóricos del área de las ciencias administrativas. En específico, los trabajos de investigación relacionados con la estructura de capital, las estrategias financieras, el riesgo estratégico, la gobernanza corporativa y la creación de valor económico en las pymes.

La estructura de capital se compone por las fuentes de financiación seleccionadas para fundear una inversión. Esa decisión, como ha sido expuesta por Myers (1984) y Myers y Majluf (1984), sigue un orden jerárquico en función del costo financiero o de la accesibilidad, sintetizado de la siguiente forma: el tomador de decisiones financieras preferirá financiar sus proyectos de inversión con recursos propios o internos generados por la empresa (utilidades retenidas); si sus necesidades de financiación no han sido cubiertas, evaluará la financiación externa; primero, las opciones de deuda a corto plazo; después, considerará la deuda a largo plazo y, en última instancia, una capitalización que, en consecuencia, delimite su participación accionaria o el control directivo de la empresa.

La teoría de la jerarquización financiera en la estructura de capital, conocida por los términos de su autor como Pecking Order Theory (POT), resulta relevante para nuestro estudio, porque en la creación de valor económico encontramos inmerso el factor riesgo, que para el caso específico se considera el desempeño financiero de las pymes, en función de la capacidad de deuda, la potencialidad de la retención de utilidades y el costo de las fuentes de financiación.

Los objetivos y estrategias financieras deben alinearse con las metas y objetivos corporativos (Pavlícek, 2009), y de acuerdo con muchos académicos, como lo mencionan O'Regan y Ghobadian (2007), el desarrollo de metas y objetivos son acciones planeadas con un horizonte de tiempo a largo plazo, en correspondencia con el concepto de estrategia planteado por Chandler (1962).

En esta relación de toma de decisiones y estrategias a largo plazo para lograr metas y objetivos, encontramos que debemos evaluar los resultados obtenidos; es decir, debemos analizar el desempeño financiero y al observar las variaciones debemos proceder a los ajustes pertinentes. Considerando las aportaciones de Jorion (2003), los indicadores del desempeño deben ajustarse por el riesgo de capital, que se relaciona con los rendimientos esperados sobre las inversiones y el costo de capital de las fuentes de financiación.

Con estos fundamentos teóricos y las variables relacionadas, se escrudiñó en la frontera del conocimiento para evaluar respuestas sólidas a las preguntas de investigación. La hipótesis resultante para ser revisada en este trabajo de tesis quedó estructurada como:

La jerarquización financiera en la estructura de capital y el desarrollo de estrategias financieras a largo plazo minimizan el riesgo financiero estratégico, generando oportunidades de crecimiento y valor económico en las pymes (Myers, 1984; Chandler, 1962; Jorion, 2003; Donaldson, 1985; Rappaport, 2006).

Las hipótesis alternativas, que se consideran para establecer posibilidades alternas o relaciones entre las variables de investigación, son las siguientes:

H1: el desarrollo de estrategias financieras a largo plazo favorece significativamente la creación de valor económico.

H2: la estructura de capital en las pymes determina el nivel de riesgo financiero estratégico.

H3: la jerarquización financiera en la estructura de capital posterga la identificación de las oportunidades de crecimiento y limita la gobernanza corporativa.

1.5 Justicia y limitaciones del estudio

El resultado de esta investigación ofrece fundamentos teóricos sobre la gobernanza corporativa y la estructura de capital para diseñar e implementar estrategias financieras con el objetivo de crear valor económico.

Asimismo, aporta bases para minimizar el riesgo financiero estratégico y tomar decisiones de inversión en las distintas etapas del ciclo de vida de las pymes para enfrentar la competencia global, y aprovechar oportunidades de posicionamiento o expansión en la región sinaloense.

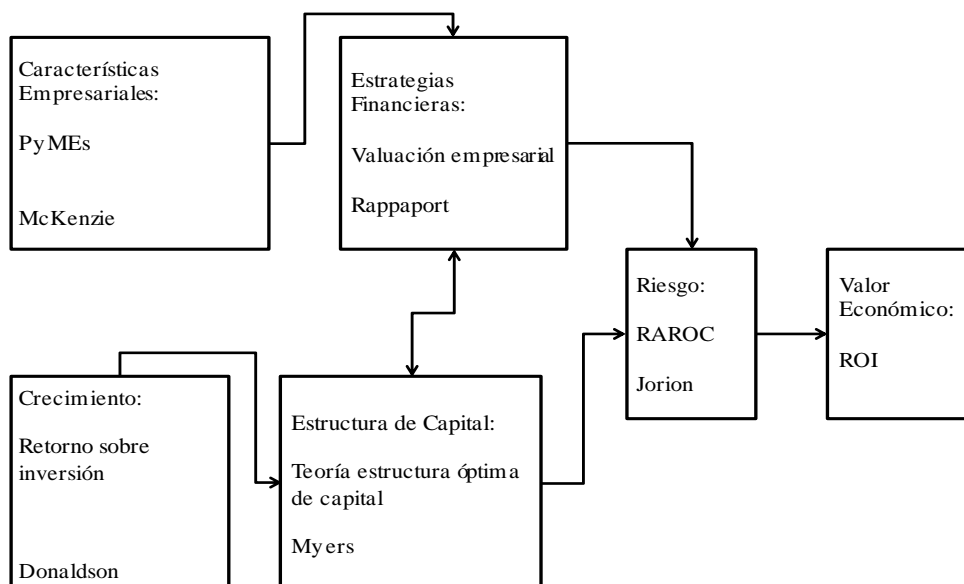
Se complementa la justificación del estudio con el análisis del uso de las fuentes de financiación y los objetivos financieros, planteando cómo los empresarios hoteleros mexicanos pueden utilizar técnicas de modelación de escenarios financieros para optimizar su estructura de capital, reducir el riesgo financiero estratégico y mejorar su gobernanza corporativa (GC) con la definición de estrategias de crecimiento, inversión y productividad, con la meta primordial de crear valor económico.

Como limitación, hallamos que las pymes restringen el acceso a la información financiera, esencial para el análisis del desempeño financiero y determinante para establecer el cumplimiento de los objetivos financieros. Sin embargo, el instrumento de investigación utilizado en nuestro trabajo permitió obtener los indicadores básicos para proyectar los rendimientos a partir de la estructura de capital, la tasa de retención y el costo de capital.

Capítulo II Consideraciones teóricas

Para responder a la pregunta de investigación, se propone un modelo teórico identificando variables independientes de investigación, como estrategias financieras y creación de valor económico, enlazando conceptos en distintas dimensiones para apuntalar las preguntas secundarias que permiten estructurar hipótesis alternativas para acercarnos en una vertiente a la realidad de lo estudiado (ver figura 2).

Figura 2 Dimensiones, conceptos y teórico



Fuente: © Luis Alfredo Gallardo Millán

Se describen las consideraciones teóricas de la jerarquización financiera en la estructura de capital, relacionando las variables de riesgo financiero estratégico y gobernanza corporativa en las pymes, de acuerdo con la interrogante central de la investigación: ¿cómo hacer funcional la teoría de la jerarquización financiera en la estructura de capital para identificar los factores determinantes del riesgo estratégico y seleccionar las estrategias financieras que contribuyan en la creación de valor económico y en la gobernanza corporativa de las pymes?

Observando la principal responsabilidad directiva, los objetivos financieros deben alinearse con la misión y las estrategias de la empresa. Hay dos indicadores que pueden utilizarse para mantener enfocados los esfuerzos empresariales en el logro de esa condición: el rendimiento sobre la inversión (ROI) y la tasa de crecimiento en ventas ($g(S)$). Sin embargo, el enfoque puede variar, dependiendo de los niveles directivos que participen en dicha responsabilidad; por ejemplo, la alta gerencia diseña estrategias o selecciona proyectos que ofrecen una mayor ROI, ya que con ello se incentiva la inversión, mientras que para gerentes de mandos medios su enfoque primordial es lograr una tasa sostenible de crecimiento, porque permite asegurar una ROI positiva.

Para lograr una coordinación directiva y alcanzar las metas financieras en las empresas deben equilibrarse los fondos requeridos para el crecimiento sostenido en el largo plazo y la tasa de retención de utilidades, ajustada por una estructura de capital conservadora (Donaldson, 1985).

Davidsson, Achtenhagen y Naldi (2005) concluyen que el concepto crecimiento tiene dos significados fundamentales; uno, en función del cambio en los montos cuando una empresa crece de un tamaño determinado a otro mayor y, otro, se refiere al crecimiento como un proceso de cambios organizacionales. Varias investigaciones sobre crecimiento se han realizado y analizado con diferentes indicadores, dependiendo de las explicaciones teóricas y las implicaciones administrativas, pero el indicador de crecimiento más aceptado es $g(S)$.

La fórmula matemática propuesta por Donaldson (1985) para representar un sistema de financiación interno en equilibrio, donde $g(S)$ es el crecimiento sobre ventas, r es la tasa de retención de utilidades, ROI es el retorno sobre la inversión, d es la porción de deuda, i es el costo de deuda:

$$g(S) = r [ROI + d (ROI - i)] \quad (1)$$

El análisis de la distribución normal de las utilidades o pérdidas en las empresas revela el riesgo inherente al buscar un crecimiento sostenido. La tasa de retención de utilidades, necesaria para soslayar las pérdidas futuras, está en función de las pérdidas esperadas, y la cantidad requerida de capital para soportar el riesgo financiero está en función de las pérdidas no esperadas.

Cada actividad debe proveer suficiente utilidad para compensar el riesgo inherente; esto es, el crecimiento sostenido no sólo debe superar las pérdidas esperadas, sino también la remuneración del riesgo de capital (RC). Los indicadores, como rendimiento sobre activos (ROA) o ROI, no consideran el RC, debido a que algunas actividades relacionan altas tasas de riesgo de capital; en otras palabras, requieren altas tasas de retorno. Este planteamiento precisa un indicador ajustado, conocido como RaROC (Risk-adjusted return on capital), determinado con la relación de valor económico agregado (EVA) entre el capital invertido (Jorion, 2003).

EVA se enfoca a la creación de valor en un periodo, como excedente del retorno de capital requerido. A mayor EVA, mejor proyecto, producto o desempeño financiero.

$$EVA = Utilidad - [Capital * (k)]^4 \quad (2)$$

Rappaport (2006) explica los planteamientos previos de la siguiente forma: muchas empresas sacrifican un crecimiento sostenido por ganancias financieras de corto plazo.

⁴ k es el costo de capital.

En su defensa, algunos directivos establecen que no tienen alternativa, ya que en la actualidad los inversionistas se enfocan en metas cortoplacistas. En algunos estudios se sugiere que en la mayor parte de las empresas toma más de diez años generar flujos de efectivos que creen valor y que justifiquen el precio de la acción, o el valor de la empresa, por lo que la responsabilidad primaria de la administración es obtener dichos flujos de efectivo; esto es que debe ser más importante la maximización del valor en el largo plazo que asegurar para el inversionista retornos en el corto plazo.

No es razonable que porque no haya inversionistas de largo plazo se permita a la administración maximizar el desempeño con exigencias cortoplacistas, incrementando el riesgo del futuro de la empresa. El entorno competitivo, no las exigencias de los inversionistas, es lo que deben modular las estrategias de los negocios.

De manera concluyente, la estructura de capital es una de las áreas de la empresa más importantes en la toma de decisiones estratégicas y financieras, exigiendo a los directivos financiar todas las operaciones de la empresa con una mezcla de diferentes fuentes de financiación. La estructura de capital, como una combinación de capital, deuda o una conjunción de inversiones, es la vía por la que las empresas financian la adquisición de sus activos y todas sus operaciones.

Los factores que permiten analizar la estructura de capital son crecimiento, rendimiento sobre activos, razón de activos fijos, tasa de retención de utilidades, incremento en activos y tamaño de la empresa. Los investigadores han identificado estos factores basados en tres modelos teóricos de los más aceptados: la teoría del Trade-Off, la Teoría de la Agencia y la Teoría de la Jerarquía de preferencias financieras en la estructura de capital (Riaz y Afzal, 2011) ver tabla 1.

Tabla 1 Líneas de investigación en la estructura de capital

Teoría del Trade Off o Equilibrio Estático (perspectiva tradicional)	Teoría de Agencia	Costos de información asimétrica
Las empresas adaptan su estructura de capital a una razón de endeudamiento óptimo, maximizando el valor de la empresa Una unidad monetaria adicional de deuda supondría una pérdida marginal neta en dicho valor	Los costos de agencia surgen del conflicto entre accionistas y prestamistas. Los primeros, sacrifican el valor óptimo de la empresa en beneficio propio; los segundos, reaccionan exigiendo garantías y primas de riesgo más altas	i) Teoría de Señales Empresas con fuertes expectativas de crecimiento, señalizan la calidad de sus proyectos a través de un incremento del nivel de deuda ii) Teoría Pecking Order o de selección jerárquica. Las empresas no buscan ajustarse a una razón objetiva de endeudamiento, sino que, por los costos de información asimétrica asociados a la financiación externa, maximizan valor cuando siguen un orden jerárquico de preferencias
Baxter, 1967 Kraus y Litzemberger, 1973 Scott, 1977 Kim, 1978 Brigham et al., 1999	Jensen y Meckling, 1976 Myers, 1977 Barclay y Smith, 1999 Gul, 1999	i) Ross, 1977, Leland y Pyle, 1977 ii) Myers, 1984 Myers y Majluf, 1984 Fama y French, 2001

Fuente: A partir de Aybar Arias, Casino Martínez y López Gracia (2004)

El análisis de la estructura de capital de una empresa, como explica Myers (2001), ha quedado sustentado en su teoría jerárquica de preferencias (Pecking Order Theory) como sigue:

Cuando la empresa anuncia una emisión de acciones ordinarias. Es una buena noticia para los inversionistas si revela una oportunidad de crecimiento con el valor actual neto positivo. Son malas noticias si los gerentes consideran que los activos están sobrevalorados por los inversionistas y deciden intentar emitir acciones sobrevaloradas. (Cuando se emiten acciones a un precio demasiado bajo, se transfiere valor de los accionistas existentes a nuevos inversionistas. Si las nuevas acciones están sobrevaloradas, la transferencia de valor es inversa).

La teoría de la jerarquía de preferencias financieras en la estructura de capital establece que la mayor parte del financiamiento externo proviene de la estructura de deuda. También explica por qué las empresas más rentables piden menos prestado, no porque su meta de razón de deuda sea baja y en la jerarquía de preferencias no tengan un objetivo de endeudamiento, sino porque las empresas que son más rentables tienen más financiación interna disponible. Las empresas menos rentables requieren financiación externo y en consecuencia acumulan deuda.

La Teoría de Pecking Order también ha sido identificada en las pymes, pero la polémica se agudiza porque el proceso de decisión sobre las fuentes de financiación para llevar a cabo sus proyectos de inversión tiene un costo de oportunidad mayor. De acuerdo con Aybar, Casino y López Gracia (2001), esto se debe a que con frecuencia en dichas empresas:

- La propiedad y control total corresponde a un director o grupo familiar.
- Los activos tangibles para su operación son escasos.
- Se presenta alta volatilidad en sus rendimientos.
- La información financiera que suministran es limitada.
- Su infraestructura organizativa es insuficiente.

Aybar, Casino y López Gracia (2001), considerando su aportación previa, aplican los conceptos de la teoría de preferencias de Myers, como sigue:

En esta categoría de empresas, con frecuencia gestionadas por un solo director que, a su vez, detenta la propiedad de todas o de la mayor parte de las acciones, el objetivo principal no es adquirir una estructura óptima de capital, sino minimizar el intrusismo en el negocio, los fondos internos evitan a este director-empresario la disciplina que le impondría el recurso a un préstamo, o bien, la que le impondría el compartir el negocio con otros socios, a través de la emisión de nuevas acciones.

De manera complementaria, encontramos que la teoría de Myers continúa siendo relevante en las etapas de desarrollo de la empresa, como lo ejemplifica Rousseau (2010), al describir el comportamiento de los inversionistas ante oportunidades de adquisición de empresas, sustentando la aversión de los empresarios pymes de compartir su negocio con otros socios, debido a que generalmente, los inversionistas financieros intentan obtener liquidez de sus inversiones a través de la intermediación de una venta.

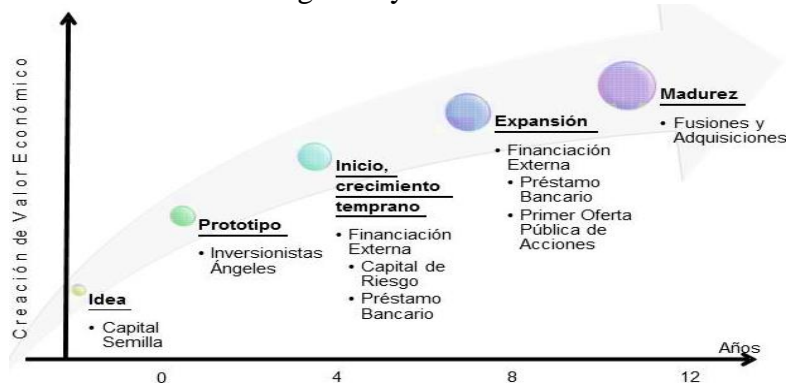
La adquisición de activos financieros en una oferta pública inicial (IPO) u otro evento similar en un plazo relativamente corto (generalmente de tres a seis años). Por otra parte, los inversionistas estratégicos están generalmente interesados en el desarrollo del negocio con un objetivo a largo plazo y por lo tanto no tienen la misma intención de disponer de su inversión en un plazo relativamente corto después de una participación.

Como mencionamos, la turbulencia que se genera en el entorno empresarial por distintos factores económicos, organizacionales o sociales, afecta el desempeño de las pymes, volviendo relevante la toma de decisiones, en específico la estructura de capital; considerando el planteamiento teórico de la teoría de preferencias, es pertinente un análisis metódico para diseñar e implementar planes de acción⁵ y acercarse lo más posible a las metas establecidas.

El establecimiento de objetivos en las empresas con la meta de generar valor agregado, mediante la optimización de los recursos que administran, requiere de la determinación de una estructura de capital sólida, minimizando el riesgo de mortalidad.⁶ De acuerdo con estudios de la Comisión Económica para América Latina hechos por Pavón (2010), en México el 17.5% de las empresas de nueva creación dejan de existir durante los primeros dos años, 25% tienen escasas posibilidades de desarrollo y sólo 10% cuentan [sic] con alguna oportunidad de desarrollarse en la economía formal.

Las empresas deben buscar, por tanto, la mejor decisión sobre su estructura de capital, siguiendo las expectativas de crecimiento en cada etapa de su desarrollo. Como una estrategia para evitar el estancamiento en su etapa de madurez, el objetivo, de acuerdo con la teoría de Myers, sería llegar al punto de maduración en condiciones apropiadas para tener acceso al capital privado bajo los esquemas de fusiones y adquisiciones o, incluso, la posibilidad de una oferta pública inicial en el mercado de valores, como lo describen Amorós, Atienza y Romaní 2008; ver figura 3).

Figura 3 Ciclo de vida de los negocios y las alternativas de financiación



Fuente: Adaptado de Amorós, Atienza y Romaní (2008)

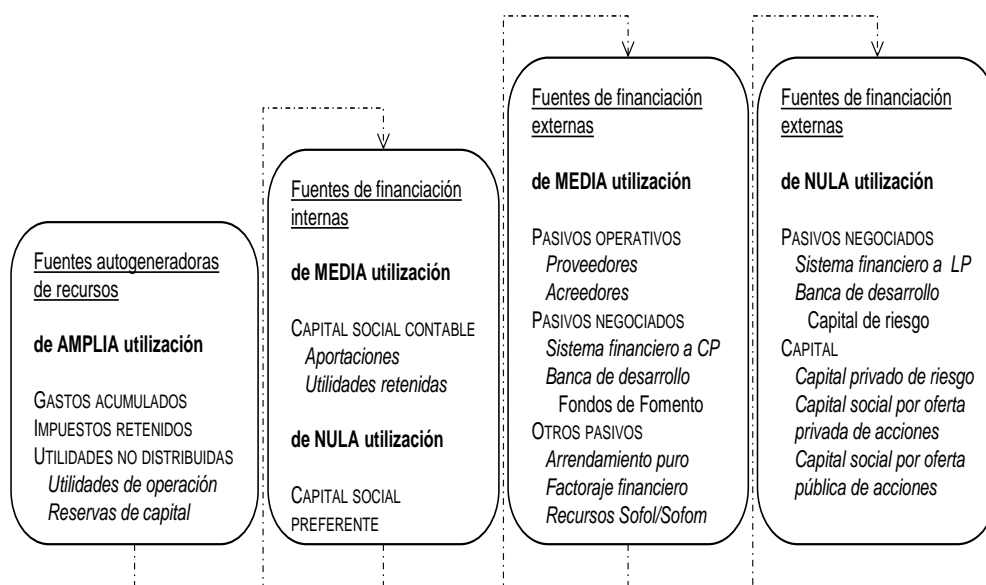
⁵ La implementación de estrategias requiere que los avances en la ciencia administrativa se sustenten con la investigación científica.

⁶ El desarrollo y crecimiento de las pymes se relaciona con el riesgo de mortalidad.

La financiación es más accesible para las empresas que tengan una estructura de negocio formal, cuyos propietarios estén más preparados, resultado de una combinación de conocimientos y experiencia en los negocios.

La probabilidad de que un microempresario obtenga financiación está influida por factores como las restricciones del crédito, su aversión al riesgo, su habilidad empresarial, las expectativas futuras sobre la productividad y su experiencia pasada con el manejo de sus deudas. Se tiene evidencia de que en este nivel de actividad empresarial,⁷ entre mayor sea el acceso a fuentes financieras, mayor es el potencial de obtener retornos suficientes para cumplir con los compromisos crediticios a tasas de interés relativamente altas (Mckenzie y Woodruff, 2008) ver figura 4.

Figura 4 Fuentes de financiación en México y el grado de utilización por las pymes



Fuente: adaptado de Pavón (2010)

Como se aprecia, las finanzas proporcionan a las empresas herramientas y metodologías, que le permiten definir y elegir la forma más eficiente para la financiación de sus proyectos, lo que incluye evaluar el costo que asume y el riesgo inherente a esa financiación.

Lo anterior encauza el proceso de toma de decisiones de las empresas, en el sentido de si acceden a fuentes de recursos internas o externas (o una combinación de ambas) y en qué proporción establecerán su estructura de capital, la cual debe adecuarse y alinearse con la estrategia del negocio de crear valor económico.

⁷ Las microempresas seleccionadas para este estudio, entre una de sus características es que contaran con un capital menor a 100 000 pesos (excluyendo la propiedad de terrenos y construcciones), ya que se sugiere que las ganancias son mayores a niveles más bajos de capital.

Sustentados en la revisión de la literatura financiera y para ejemplificar una solución al planteamiento del problema a investigar, se presenta una propuesta considerando como base la teoría para analizar la estructura de capital (TPO), que nos permite determinar el cálculo del riesgo financiero estratégico (RFE) para evaluar el desempeño financiero y el potencial de la empresa para crecer creando valor económico, con las siguientes consideraciones:

Niveles de endeudamiento (D); 20%, 30%, y 40 por ciento.

Activos totales de \$8 pesos y una utilidad de \$2 pesos; en todos los supuestos.

El costo de financiación⁸ (i) para los dos primeros supuestos se incrementa en función del endeudamiento y en los últimos supuestos el tratamiento es inverso en función del incremento en las tasas de retención de utilidades.

El resultado esperado es que la medida de riesgo se minimice, lo cual está en función de que $g(S)$ sea mayor que $RaROC$, condicionado por la tasa de retención de utilidades y el costo de financiación. El indicador de riesgo se minimiza, en la medida de que se incrementa la tasa de retención de utilidades; en el primer supuesto, r no supera $RaROC$, por lo que se observa un porcentaje de riesgo minimizado, pero que no cumple con la condición propuesta.

En el segundo supuesto, r se incrementa para cada nivel de endeudamiento en 10 puntos porcentuales, lo que genera que $g(S)$ se incremente; sólo en el nivel mayor de endeudamiento se supera $RaROC$; entonces, podemos afirmar que niveles elevados de endeudamiento requiere de tasas elevadas de retención de utilidades; incluso, soporta costos altos de financiación; es decir, la minimización del riesgo se concreta cuando $g(S)$ compensa el resultado negativo de $RaROC$.

El último supuesto propone que a mayor endeudamiento se pueden generar tasas mayores de crecimiento debido al destino de los recursos. Esto abre la posibilidad de que se obtengan tasas de financiación de menor costo al considerar una estructura de capital óptima con una mezcla de fuentes de financiación externas, a las que sólo algunas empresas podrían tener acceso, acorde a sus estructuras organizativas; de igual manera que en el supuesto previo sólo en el mayor nivel de endeudamiento se cumple la condición, pero la condición es que las tasas de retención de utilidades se exigen a mayores niveles (tabla 2).

Tabla 2 Cálculo del riesgo estratégico. Condiciones variadas

Supuesto	A	B	C	A ₁	B ₁	C ₁	A ₂	B ₂	C ₂
D	20%	30%	40%	20%	30%	40%	20%	30%	40%
C	80%	70%	60%	80%	70%	60%	80%	70%	60%
r	5%	10%	15%	15%	20%	25%	15%	30%	60%
ROI	25%	29%	33%	25%	29%	33%	25%	29%	33%

⁸ El costo de capital se ha entendido como la tasa de retorno que el financiador de un proyecto puede obtener si opta por realizar esa inversión y no otra con un riesgo equivalente; en otras palabras, es el costo de oportunidad de los fondos empleados, como resultado de una decisión de inversión.

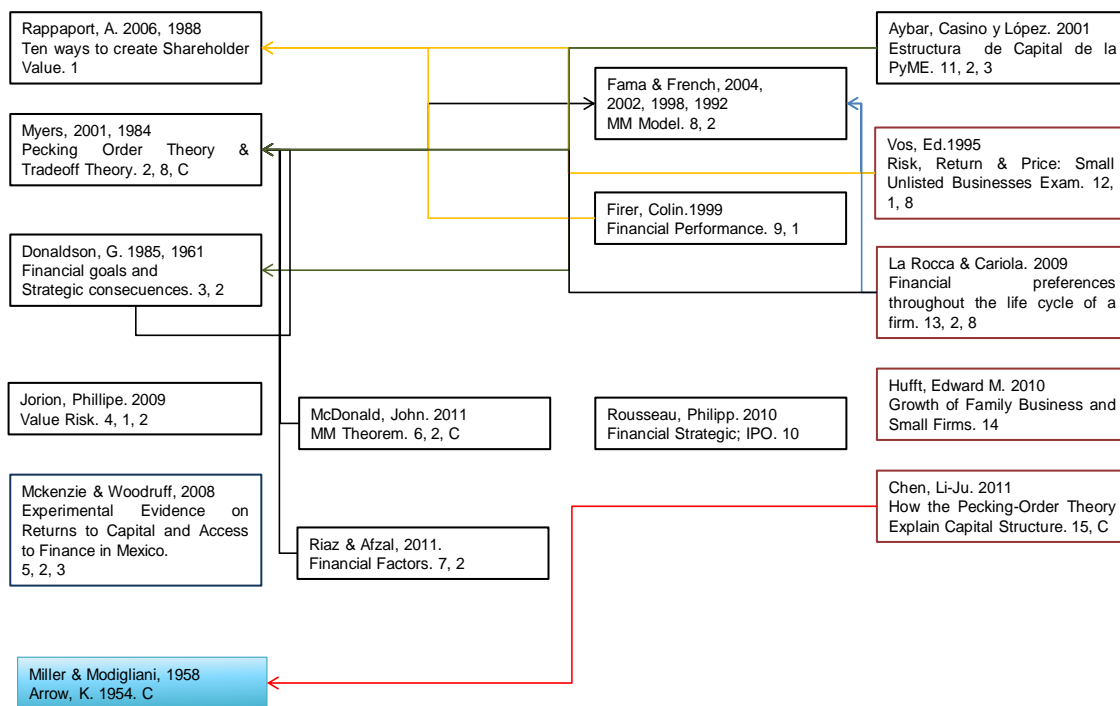
Utilidad	\$2	\$2	\$2	\$2	\$2	\$2	\$2	\$2	\$2
Capital	\$8	\$7	\$6	\$8	\$7	\$6	\$8	\$7	\$6
TA	\$10	\$10	\$10	\$10	\$10	\$10	\$10	\$10	\$10
i	15%	20%	25%	15%	20%	25%	20%	15%	10%
g(S)	1.35%	3.11%	5.50%	4.05%	6.23%	9.17%	3.90%	9.79%	25.60%
EVA	\$0.80	\$0.60	\$0.50	\$0.80	\$0.60	\$0.50	\$0.40	\$0.95	\$1.40
RAROC	10%	9%	8%	10%	9%	8%	5%	14%	23%
StFinRisk	8.65%	5.46%	2.83%	5.95%	2.34%	0.83%	1.10%	3.78%	2.27%

Fuente: © Luis Alfredo Gallardo Millán.

Dado los resultados de la ejemplificación, observamos que los indicadores de ROI y RaROC son positivos; incluso, EVA se incrementa a mayor endeudamiento, siempre y cuando el costo financiero se disminuya y se cumpla con la retención de utilidades que satisfaga la condición de que $g(S)$ sea positivamente superior al resultado negativo de RaROC, permitiendo deducir que se generarán flujos de efectivo con potencial de agregar valor económico.

Para minimizar el riesgo⁹ en cualquiera de sus conceptualizaciones y cumplir con los objetivos financieros de las pymes, a través del modelo propuesto, se requiere de una dirección estratégica empresarial que se fundamente con un liderazgo en el diseño e implementación de estrategias de negocios, las cuales deben ser viables y claramente definidas con una visión a largo plazo, la cual debe ser la creación de valor duradero para los interesados (Möbius, 2001).

⁹Debido a los diferentes enfoques del riesgo, con la finalidad de obtener una idea apropiada inicial se puede partir desde el punto de vista etimológico, el cual establece que riesgo proviene del griego *risk*, peligro.

Figura 5 Modelo teórico.¹⁰

Fuente: © Luis Alfredo Gallardo Millán

Por consiguiente, es de suma importancia que el desarrollo de las empresas surja en función de la valorización de mercado en la economía en que participan bajo un contexto social integrador,¹¹ resultado de las decisiones correctas, sustentadas en el seguimiento de estrategias financieras, de modo que se incremente sistemáticamente su valor económico como indicador de crecimiento. Cualquier restricción, como las descritas inicialmente, representa exigencias relevantes para las ciencias administrativas y los actores involucrados.

Las empresas deben considerar la necesidad estratégica de identificar y minimizar el riesgo financiero en su intención de crecer, creando valor económico, relacionando como ventaja competitiva el establecimiento de objetivos financieros a largo plazo, el desarrollo de su gobernanza corporativa y la toma de decisiones sobre la estructura de capital, lo cual queda sustentado en el marco teórico referido en la frontera del conocimiento (figura 5).

¹⁰ Los artículos científicos que soportan el marco teórico de la investigación se relacionan en grado de importancia con la pertinencia del tema, quedando señalados numéricamente de forma secuencial.

¹¹ Las pymes, por su impacto en la economía, deben sustentar su desarrollo considerando el beneficio social, y en la actualidad sin olvidar el impacto de sus operaciones en el medio ambiente.

2.1 Estrategias financieras

La consideración principal en la formulación de las estrategias de la empresa son los recursos y capacidades con que cuenta, ya que con ellos puede establecer su identidad y su estrategia corporativa, además de ser la fuente primaria para obtener utilidades, por lo que la completa explotación de esos recursos y capacidades, mediante un proceso estratégico, permite crear ventajas competitivas sustentables en el tiempo (Grant, 2001).

El desarrollo de estrategias en las empresas está en función de la utilización de los recursos internos y de las fuerzas externas del mercado, para asegurar un resultado satisfactorio en la creación de valor económico; en específico, las estrategias financieras deben considerar la habilidad administrativa y el buen gobierno corporativo para generar flujos de efectivo (Bender y Keith, 2009).

Con ese razonamiento, P. Ghemawat (2007) sugiere que los administradores deben poner especial empeño para lograr cualquier resultado por encima de la media del desempeño de los competidores. Esto es, que los administradores deberán establecer estrategias globales en función de sus objetivos, estructura organizativa y oportunidades que se encuentren en los mercados donde participan.

La habilidad de diseñar e implementar estrategias es un recurso importante que ha de adquirirse, clasificarse, conservarse y explotarse para lograr los objetivos de la organización y hallar nuevas oportunidades de inversión, gestionándose de tal manera que sea parte de las actividades cotidianas de la empresa.

Herring (1992) destaca que el rol de la inteligencia de negocios debe describir tanto la situación competitiva actual de las empresas como el entorno competitivo futuro; desglosa seis categorías básicas para formular e implementar de estrategias:

Descripción del entorno competitivo actual.

Pronóstico del entorno competitivo futuro.

Identificación de las suposiciones reales, planteando las preguntas correctas.

Identificación y compensación de las debilidades expuestas.

Uso de la inteligencia para implementar y ajustar la estrategia a los cambios del entorno competitivo

Determinación del alcance y duración sostenible de la estrategia.

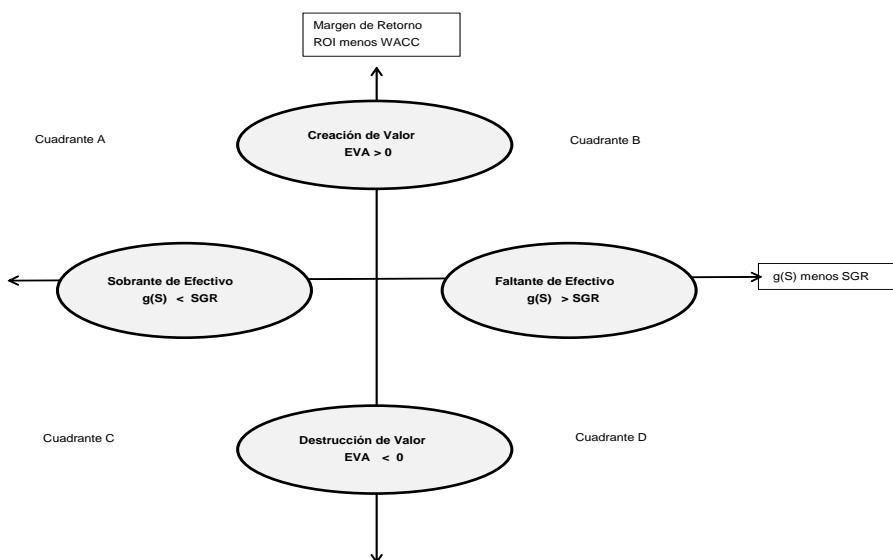
De acuerdo con Amorós, Atienza y Romaní (2008), las estrategias financieras son apreciables en la medida en que las pymes logran sus metas en las diferentes etapas de su ciclo de vida.

Por tanto, se requiere una evaluación constante de los resultados financieros provenientes del diseño e implementación de las estrategias financieras. Hawawini y Viallet (1999) presentan una matriz innovadora, permitiendo encontrar la perspectiva financiera apropiada a partir de las variables de creación de valor económico y la gestión de efectivo, quedando representado en sistema de cuadrantes. Las empresas que tienen un EVA positivo y en el mismo periodo generan flujos de efectivo positivos se ubican en el cuadrante A.

En el cuadrante B las empresas tienen también un EVA positivo, pero están creciendo tan rápido que generan faltantes de efectivo.

En el cuadrante C las empresas tienen un EVA negativo; sin embargo, están generando flujos de efectivo positivos. En el cuadrante D, que es el menos deseado, como resultado de las estrategias financieras implementadas las empresas están destruyendo valor porque obtienen faltantes de efectivo y además sus rendimientos son negativos (figura 6).

Figura 6 Matriz de evaluación de las estrategias financieras para la creación de valor



Fuente: Adaptado a partir de Hawawini y Viallet (1999)

2.2 Creación de valor económico

Rappaport (2005) conceptualiza que el valor de las empresas depende de su habilidad de generar flujos de efectivos para sustentar el crecimiento de la creación de valor y el reparto de dividendos a los accionistas en términos de largo plazo.

Damodaran (2007) indica que la noción de valor de la empresa está en función de sus flujos de efectivo esperados, provenientes de sus inversiones actuales y futuras; empresas con tasas de crecimiento superiores al costo de la obtención de capital generan un valor adicional. Para correlacionar el valor de las empresas, las métricas más utilizadas son:

- Retorno sobre el capital invertido (ROIC)

- Valor de mercado (VM)
- Rendimiento sobre activos (ROA)
- Retorno sobre capital (ROE)
- Retorno del flujo de efectivo sobre la inversión (CFROI)

En las décadas recientes, ha resurgido otro indicador de valor presentado por M. y M., como lo describen O'Byrne y Co. (1996): M & M presentaron un ecuación o modelo que relaciona el valor de la empresa (el valor de mercado de sus deudas más capital) con sus actuales y futuros flujos de efectivo operativos, y trasponen el modelo de valuación de M & M en los siguientes términos:

$$V = \text{NOPAT}/c + \sum [I (r - c) / c] / (1 + c) \quad (3)$$

Descrito en la forma en que ya ha sido aceptada por los practicantes, y patentado por Stern y Stewart Co., esta función de valor se conoce como valor económico agregado (EVA), que determina la utilidad económica real de la empresa, y es la medida de desempeño financiero directamente relacionada con la creación de riqueza de los inversionistas, ya que corrige toda distorsión presentada por los indicadores de rendimientos calculados a partir de los datos contables históricos, debido a que se origina a partir de la relación de la tasa de rendimiento sobre la inversión, menos el costo de capital promedio ponderado, multiplicada por el capital invertido (Chandra Shill, 2009).

EVA se emplea como una herramienta que alinea la función directiva con el interés de los accionistas. Evalúa el impacto del valor de las decisiones de inversión, valora la corporación y se utiliza como base para determinar las recompensas a la gerencia; en general, es un modelo de valoración integral que conduce a mejores decisiones (Wilson, 1997;) figura 7

Figura 7 Importancia de EVA en las empresas



Fuente: Adaptado a partir de Wilson (1997)

2.3 Estructura de capital y riesgo financiero estratégico

Los propietarios o directivos de las pymes mantienen el control total sobre sus decisiones, restringiendo su tasa de crecimiento. Financieramente hablando, prefieren aportar recursos económicos propios para realizar sus operaciones o proyectos de inversión.

Esta decisión responde en un análisis particular a las oportunidades de acceso al sistema financiero y al costo de financiación por la obtención de los recursos. De acuerdo con Myers (2001), la decisión de financiar las inversiones con las fuentes más baratas y con mayor posibilidad de obtención aleja a la empresa de una estructura de capital óptima, ya que se elige la fuente de financiación de menor costo versus el porcentaje de deuda que minimice el costo promedio de financiación.

Esto es, que el empresario prefiere retener las utilidades antes que la financiación externa, siguiendo la jerarquización en función del tiempo; primero, deuda a corto plazo; luego, deuda largo plazo. Como opción lejana, prefieren la deuda a largo plazo antes que la capitalización.

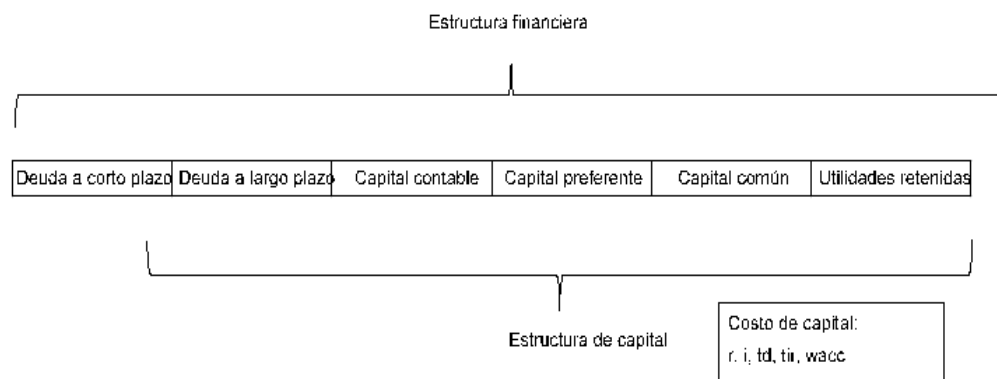
Los comportamientos descritos y los riesgos inherentes en los entornos empresariales tienen efecto directo en el retorno sobre capital, pero en la toma de decisiones financieras estratégicas este indicador debe complementarse con la determinación del riesgo en la combinación de los factores de valuación de negocio.

Para Velázquez y Butze (2009), la evidencia empírica establece que el costo y el acceso a fuentes de financiación se relacionan con el desarrollo de los sistemas y mercados financieros, justificando la teoría de Myers. Esta combinación teórica facilita las decisiones de inversión, influyendo en el crecimiento de las empresas, y se integra por tres funciones:

Mobilización y asignación del ahorro.
Adquisición de información, y
Administración del riesgo.

Con lo anterior, podemos comprender que la incertidumbre modifica las funciones previas, debido a los plazos de las fuentes de financiación que determinan el costo y disponibilidad de las mismas. Así, en sistemas y mercados financieros limitados, el costo financiero de una fuente es mayor si la exigencia de la financiación es a corto plazo; lo mismo para la posibilidad de obtención de recursos, mediante fuentes externas, el cual es menor si la financiación es a largo plazo.

Por tanto, las empresas pueden acceder a varias fuentes para obtener recursos económicos, con la alternativa de integrar su estructura financiera con deuda y capital. La estructura de capital se concentra en las fuentes de financiación de largo plazo, definiendo el costo de capital como la tasa de retorno de la financiación empleada en una inversión, por lo que la combinación de deuda y capital con su relativo costo de oportunidad se convierte en un factor que influye en mejores decisiones financieras en el largo plazo (Grajales Bedoya, 2008) tabla 3

Tabla 3 Fuentes de financiación

Fuente: a partir de Grajales Bedoya (2008).

En un estudio de Pavón (2010) se señala que las pymes tienen una nula utilización de fuentes de financiación externas relacionadas con el sistema financiero a largo plazo, el capital privado de riesgo o el capital social por oferta privada o pública de acciones. Así, el tamaño de las empresas es una variable de análisis, como lo establece en su investigación Delfino (2007): las firmas pequeñas pueden estar más endeudadas que las grandes y además pueden preferir préstamos a corto plazo a través del sistema bancario, en lugar de emitir deuda a largo plazo a los más bajos costos fijos asociados con esta alternativa.

Las relaciones teóricas previas están acordes con la teoría de Myers, permitiendo entender por qué muchas empresas no tienen como objetivo una estructura óptima de capital, en especial las pymes, ya que prefieren financiarse con recursos propios a causa de su aversión al riesgo financiero (Zambrano y Acuña, 2011).

Bhaird (2010) señala que en tiempos recientes los investigadores de pymes relacionan la financiación de las empresas con el enfoque del ciclo de vida, observando que el desarrollo de la firma es un proceso secuencial lineal a través de las fases de crecimiento, lo cual ha sido adoptado por los investigadores de finanzas corporativas, quienes describen las fuentes de financiación disponibles en las diferentes etapas del ciclo de vida de las empresas; esto es, que en la medida en que las empresas crecen de manera continua, ganan acceso a recursos de financiación externa de deuda y capital.

Explica también que el crecimiento inicial en los primeros doce años de la empresa es por el uso de la financiación interna, y ese potencial de crecimiento disminuye en la medida en que surgen complicaciones para obtener financiación externa.

Por tanto, se conserva el debate sobre el efecto de la selección de la estructura de capital en el valor de la empresa, con cuestionamientos como: ¿cuál es la mezcla de la estructura de capital que optimiza el valor de la firma, cuál el rol del capital de deuda en la estructura de capital y cuáles los factores de influencia en la selección de la estructura de capital?

Esto ha convertido la proposición de la estructura de capital en un rompecabezas difícil de resolver, partiendo de una estructura de capital óptima y un nivel de deuda pertinente en la estructura de capital de las empresas (Collins, Filibus y Clement, 2012).

Desde un contexto directivo, los empresarios deben identificar, diseñar e implementar estrategias financieras que permitan a su empresa desarrollarse en las diferentes etapas de ciclo de vida, acumulando valor económico con el menor riesgo estratégico.

En la práctica, las empresas toman decisiones en un entorno asediado por riesgos, que se incrementan en función de la evolución y desarrollo de los seres humanos y las organizaciones. En la medida en que una empresa crece y se vuelve más compleja, tiende a enfrentar riesgos más dinámicos y diversos (Roberts, Wallace y Neil, 2012) ver tabla 4

Tabla 4 Clasificación de riesgos básicos

Por nivel	Por naturaleza
Riesgo estratégico	Riesgo financiero
Riesgo de proyecto	Riesgo de conocimiento
Riesgo operacional	Riesgo externo
Riesgo impredecible	Riesgo interno
	Riesgo especulativo
	Riesgo estático
	Riesgo interdependiente

Fuente: a partir de Roberts, Wallace y Neil (2012)

En nuestro estudio se identifica el riesgo financiero estratégico como la relación entre la estructura de capital y el gobierno corporativo; las tasas de crecimiento y el retorno sobre capital ajustado por riesgo soportan la decisión sobre la preferencia entre la optimización de la estructura de capital y el nivel de deuda, en función del costo de capital, que aumente la oportunidad de nuevas inversiones a largo plazo, agregando valor económico (figura 8).

Figura 8 Riesgo financiero estratégico



Fuente: © Luis Alfredo Gallardo Millán

Buscar formas innovadoras en el análisis de los resultados financieros permite a los empresarios apropiarse de técnicas para determinar indicadores que simplifican la toma de decisiones.

Rogers (2002) analiza la perspectiva teórica de Schumpeter, los efectos de la destrucción creativa, señalando que cualquier empresa que falle en su capacidad para obtener logros e innovar sus procesos competitivos, será eliminada de los mercados.

Por la diversidad en los tipos de riesgos, es necesario que las empresas establezcan una administración del riesgo, que consista en un proceso para identificar, evaluar y tomar medidas respecto a su efecto potencial en las actividades del negocio. Ese proceso debe ser una parte central de cualquier administración estratégica con el objetivo de maximizar el valor de la empresa (Frigo y Anderson, 2011).

En relación con los componentes de valuación relacionados con la administración del riesgo, Damodaran (2008) describe los efectos en la cobertura del riesgo; estos componentes son las variables contextualizadas previamente, al definir el riesgo financiero y la estructura de capital (tabla 5).

Tabla 5 Componentes de valuación en la administración del riesgo

Componente de valuación	Efecto de cobertura de riesgo	Efecto de administración del riesgo
Costo de capital	Reducir el apalancamiento y el costo de deuda minimiza el riesgo	Optimizar la estructura de capital puede convertirse en una ventaja competitiva
Flujos de efectivo	Si se considera un costo financiero, reduce las ganancias, pero reduce la carga fiscal	Una administración efectiva del riesgo puede incrementar los márgenes operativos y los flujos de efectivo
Tasa de crecimiento durante la expansión	Al reducir la exposición al riesgo, se puede optar por inversiones más rentables. Si se incrementa la tasa de retención, se incrementa la tasa de crecimiento	Explotar oportunidades generadas por riesgo permitirá a la empresa obtener mayores retornos sobre capital (ROC) en sus nuevas inversiones
Extensión del periodo de crecimiento	No hay efecto por la protección sobre el riesgo	La administración estratégica del riesgo puede convertirse en una ventaja competitiva en el largo plazo y extender el periodo de crecimiento

Fuente: a partir de Damodaran (2008)

2.4 Gobernanza corporativa

Analizadas las conceptualizaciones de la estructura de capital y el riesgo financiero, se establecen las condiciones internas para la toma de decisiones sobre las directrices financieras que incentivan la creación de valor económico. Sin embargo, las restricciones de los mercados financieros en la generación de alternativas de inversión moduladas por la solvencia financiera de las empresas, los plazos de retorno y el costo de capital, limitan el acceso al financiamiento influyendo en la jerarquización de las preferencias financieras de los decisores. Así lo señala Garnica de la Espriella (2009):

Mientras los mercados bursátiles latinoamericanos no construyan condiciones sólidas y moderadamente riesgosas para la inversión, los recursos se destinarán de manera prioritaria al ahorro obedeciendo a una cultura con aversión al riesgo y rodeada por un entorno primario de gobierno corporativo (GC) que no facilita las condiciones para que los recursos circulen en la economía como generadores de riqueza, sino que los conduce al ahorro en sus diferentes modalidades.

Por lo que hay una relación estrecha entre el gobierno corporativo y el desarrollo de las empresas, que en su crecimiento natural, en la medida en que avanzan en las etapas del ciclo de vida, la tendencia es encontrar una sofisticación mayor en el acceso a las fuentes de financiación, que sin ser obligatoria la participación de las empresas en mercados de capitales, debido a sus planes de expansión o el arribo a la etapa de maduración, el reto de una mejora constante en el desempeño financiero puede ser sustentado mediante mejores prácticas de gobierno corporativo, como lo establece en su análisis Gutierrez (2002):

El Buen Gobierno Corporativo, entendido como la carta de navegación de las sociedades, es un vehículo idóneo para inyectar dinamismo a los mercados de capitales de las economías emergentes, promover fuentes alternativas de financiación para la actividad productiva y afrontar con éxito los retos de la globalización, en especial en lo relativo a la integración de los mercados financieros. Por las mismas particularidades de las naciones en vías de desarrollo, es importante elaborar una estrategia para introducir con éxito los conceptos de protección a los inversionistas, revelación de información, profesionalización de las juntas directivas y la relación de las compañías con los grupos de interés.

Bernal, Oneto, Penfold y Schneider (2012) conceptualizan:

El Gobierno Corporativo es definido ampliamente como la correcta asignación de poderes y responsabilidades entre el directorio, la administración y los propietarios de una empresa. Esta definición reconoce que el Gobierno Corporativo no es sólo un conjunto de reglas externas. Se trata de una disciplina empresarial necesaria para mantener una relación estable y productiva entre los participantes de cualquier organización.

El gobierno corporativo permite al consejo familiar o a la administración establecer estrategias y políticas directivas en un plan de largo plazo, al que se le dará seguimiento para asegurar que la operación del negocio obtenga los resultados que le otorguen el acceso a un mayor volumen de financiación externa de deuda o capital y a la competitividad (CEGC, 2009; figura 9).

Figura 9 Modelo de gobernanza corporativa

Fuente: © Luis Alfredo Gallardo Millán.

La revisión teórica permite establecer que el gobierno corporativo y la estructura de capital son determinantes en la toma de decisiones financieras para crear valor económico y minimizar el riesgo financiero estratégico en las empresas.

2.5 Pymes hoteleras

El turismo es un sector dinámico, complejo y global. Su cadena de valor, centrada en la actividad principal de alojamiento, se complementa con otros sectores, como los de construcción, producción agrícola y transporte, ofreciendo a los turistas cada vez más selectivas y nuevas opciones de ocio, diversión o vacaciones, en escenarios naturales o con un elevado sentido cultural por la dispersión geográfica, convirtiendo la Inversión Extranjera Directa (IED) en una prioridad para muchos países para insertarse en los circuitos turísticos internacionales (CEPAL, 2008).

Esta actividad ocupa el 5% del PIB Mundial. En 2012, para México el sector significó 8.4% del PIB nacional y generó 2.5 millones de empleos, pero en los años recientes ha perdido competitividad y enfrenta las complicaciones de un centro turístico maduro, a pesar de que la IED acumulada de 2007 a 2008 ha sido alrededor de 20 465 millones de dólares (SECTUR, 2012; CNET, 2013).

Es un hecho que el desarrollo hotelero está en función de la participación en el mercado global, por las características del crecimiento de las cadenas hoteleras hacia puntos geográficos que ofrecen condiciones naturales para los negocios, la cultura, el esparcimiento y el descanso. Las pymes hoteleras mexicanas, en específico las sinaloenses, tienen que invertir en infraestructura al nivel de sus principales competidores y la necesidad de los turistas, para proteger su participación de mercado; en 2009, México ocupó el décimo lugar mundial en recepción de turistas; hoy se ubica en la posición 15, pero corresponde al casillero 23 en captación de divisas por turismo internacional (tabla 6).

Tabla 6 Posiciones nacionales en el mercado turístico

Principales destinos turísticos en el mundo por llegada de turistas 2012-2013				
posición	país	2012	2013	Porcentaje de participación
1	Francia	83.0	n.d	7.63
2	Estados unidos	66.7	69.8	6.42
3	España	57.5	60.7	5.58
4	China	57.7	55.7	5.12
5	Italia	46.4	47.7	4.38
6	Turquía	35.7	37.8	3.47
7	Alemania	30.4	31.5	2.89
8	Reino unido	29.3	31.2	2.87
9	Rusia	25.7	28.4	2.61
15	México	23.4	24.2	2.22
	Total mundias	10350	1087.0	

Fuente: adaptado con datos de la Organización Mundial del Turismo (2014)

En esta consideración de competitividad es relevante estudiar el sector empresarial desde distintas dimensiones y contextos para delimitar líneas de investigación en los ámbitos sociológicos, organizacionales o económicos.

La base inicial para el estudio empresarial es la estratificación de empresas, que determina el tamaño de las empresas combinando el número de empleados, el nivel de ingresos o generalmente el valor de los activos, permitiendo analizar la importancia del desarrollo empresarial en la economía de los países. En México, es común referirse a la Secretaría de Economía para dicha estratificación, que sólo refiere como base el número de empleados y el nivel de ingresos.

Altuve (2006) da la pauta para analizar a las pymes por las oportunidades de financiación que ofrecen los sistemas financieros, ya que determina que:

Las pymes enfrentan mayores dificultades de acceso a financiación que las empresas de mayor tamaño y ALC no es diferente en este sentido; la probabilidad de que una empresa declare que las restricciones de financiación son importantes aumenta un 10.3% en las empresas pequeñas y 7.3% en las medianas. A su vez, la proporción de financiación de los bancos se reduce un 23% en las pequeñas empresas y 6.8% en las medianas.

Con el objeto de acotar los factores de análisis en el estudio de las pymes en México, partimos de la ejemplificación observada en estudios hechos en la región Latinoamericana. Por ejemplo, Albuquerque (2007), en su estudio señala que las pymes de América Latina y el Caribe (ALC) representaban, según estadísticas regionales relativamente recientes, en promedio, el 96% del total de empresas existentes, generando alrededor del 57% del empleo. Esto permite analizar las pymes por el porcentaje que aportan al PIB y por el número de personas empleadas.

En estudios complementarios sobre pymes, los factores utilizados para su análisis han sido, de acuerdo con Cabrera, de la Cuadra, Galetovic y Sanhueza (2009), Castillo Ramírez y Rivas Alonso (2003), Mora (2009) y Pavón (2010):

- Por sector.
- Por entidad federativa.
- Por número de emprendimientos.
- Por número de establecimientos.
- Por nivel de importaciones.
- Por nivel de exportaciones.
- Por generación de divisas.
- Por tasa de mortalidad.
- Por tasa de sobrevivencia.
- Por acceso a financiación.
- Por incentivos fiscales.
- Por cooperación empresarial.
- Por número habitantes.
- Por kilómetro cuadrado.
- Por estructura jurídica.

En México, las pymes tienen importancia por su aportación económica, ya sea por el número de empresas (99.7% del total de las empresas mexicanas, 71.9% de participación en la generación de empleos y 52% su aportación al PIB).¹² Una variable más a considerar en la importancia de las pymes es el conocimiento generado por los equipos de trabajo, esto es, el rango de número de empleados en las unidades de negocio.

Quedando conformadas el 95.98% de las empresas con número de 0 a 10 trabajadores, el 3.84% con 11 y hasta 250 empleados y sólo el 0.18% unidades de negocio con más de 251 asociados (Inegi, 2011).

Precisado lo anterior, se analizan las estadísticas del turismo determinadas por SECTUR (2014), al cierre de 2013 en los rubros relevantes que describen la situación de las pymes hoteleras en México y en particular en Sinaloa:

Tabla 7. Estudios complementarios sobre pymes

Establecimientos de hospedaje	18 199
Oferta de alojamiento (cuartos)	672 296
Turistas internacionales (con pernocta en miles)	23 735
Visitantes no fronterizos (de internación en miles)	14 143
Ocupación hotelera	55.6%
Participación del PIB turístico	8.4%
Establecimientos de hospedaje en Sinaloa	456
Establecimientos de hospedaje en Sinaloa, categoría \geq 4 estrellas	94
Establecimientos de hospedaje en Sinaloa sin categoría	169
Oferta de alojamiento en Sinaloa	20 135
Ocupación hotelera centros de playa tradicionales	47.2 %

En el caso de las pymes hoteleras sinaloenses, el número de cuartos con categoría de 1 a 5 estrellas es de 15 491; del total de la oferta hotelera 61.03% se concentra en Mazatlán, cerca de 9455 cuartos; los otros destinos importantes son Culiacán, Los Mochis, El Fuerte y Guasave, con 34.46% del total de la oferta de alojamiento con categoría (SECTUR, 2012).

¹² Indicador de generación de riqueza en los países.

Otro elemento de referencia que vuelve pertinente el estudio de la industria hotelera es la política pública de desarrollo económico, la cual señala que la actividad turística tiene un grado de importancia relevante para incentivar la generación de negocios.

Esto se basa en un análisis de la Secretaría de Turismo del gobierno mexicano y que sirvió para definir la visión de que en 2025 México será un país líder en esta actividad, ya que habrá diversificado sus mercados, productos y destinos y sus empresas turísticas serán más competitivas en los ámbitos nacional e internacional (Secretaría de Turismo, 2006).

De acuerdo con datos del Inegi (2013), el sector hotelero en Sinaloa representa 12% del PIB, mantiene 14.1% del personal ocupado, con una expectativa de crecimiento sostenido en los próximos 25 años relacionado principalmente con el Centro Integralmente Planeado (CIP) Playa Espíritu, que tiene una inversión proyectada de 6333 millones de dólares, con fecha límite de aplicación para 2018.¹³

Se aprecia en la relación de datos estadísticos la importancia del sector turístico a escala global, nacional o regional, sobre todo la relevancia de las pymes hoteleras con sus particulares características que difieren de la identificación general de las pymes en otros sectores, como la inversión inicial en infraestructura y la especialización comercial para brindar un servicio a clientes globales.

Sin embargo, el análisis de esta actividad económica se realiza a nivel macroeconómico y en gran medida tomando como referencia el desarrollo de las grandes cadenas hoteleras internacionales, convirtiéndose en una necesidad ampliar y profundizar los trabajos de investigación en este segmento, como lo mencionan López et al. (2007) en su diagnóstico del estado de la investigación turística en México: los temas menos estudiados en el país están vinculados a las pymes turísticas, el uso tecnologías de información, la legislación, las experiencias y perfiles turísticos, los sistemas turísticos, la gestión del riesgo y la capacitación.

Otra característica de las pymes hoteleras es el grado de especialización de la competencia, provocando que los retos para conservar sus porcentajes de mercado se realicen en menor tiempo y con una eficiencia mayor en el uso de sus recursos y capacidades, como lo describen Cavazos y Guerrero (2010):

En los últimos años, como consecuencia de la globalización de los mercados en general, y de la industria turística en particular -resultado de una agregación de factores como la internacionalización del capital, la expansión espacial de las grandes corporaciones turísticas (fundamentalmente, de las cadenas hoteleras y de los mayoristas y tours operadores) y la integración, cooperación y alianzas entre éstas, así como de los procesos de desregulación del transporte aéreo y de la actividad turística emprendidos por los países- ha ocurrido un incremento sin precedentes del nivel de competencia entre los destinos turísticos.

¹³ CIP, ubicado en Teacapán, Escuinapa, municipio en el sur del estado de Sinaloa.

Por tanto, la empresa turística y el sector turístico requieren para su análisis o estudio de una correcta conceptualización desde varias perspectivas, no sólo desde el abordaje macroeconómico que sustenta la teoría del comercio internacional, ocasionando, de acuerdo con Flores Ruíz y Barroso González (2011), un retraso temporal respecto a la incorporación de las teorías más recientes de la Economía de la Empresa, tales como la Teoría Contingente, la Teoría de los Recursos y Capacidades o la Teoría del Conocimiento, basadas ambas en un enfoque estratégico de análisis de la competencia.

Capítulo II Metodología de la investigación

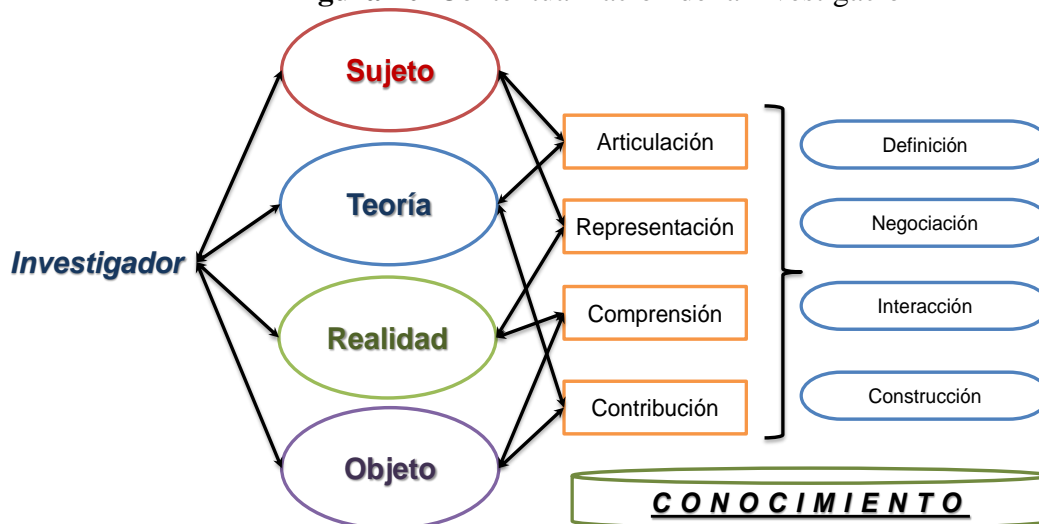
La filosofía ha relegado el cuestionamiento teológico para analizar la realidad física y estudia los fenómenos con interés de encontrar respuestas que gradualmente expliquen algún aspecto del mundo. Así que la prueba de hipótesis y la aplicación de las teorías es lo que acumula conocimiento en cualquier área de estudio.

La ciencia hoy se puede relacionar con cualquier campo de experimentación, bajo diferentes puntos de vista y bajo cualquier necesidad (Chalmers, 1987), por lo que previo a crearnos un criterio, resultado de nuestro intelecto, y de la asimilación de ideas o acumulación de anomalías, debemos recurrir al método cartesiano para sustentar cualquier idea de la que querríamos opinar con criterio científico bajo la exigencia material, y posteriormente acceder al entendimiento por medio de la esencia, para provocar paradigmas en los procesos de comprobación (Copleston, 2011).

Este ejercicio de filosofar sobre los aspectos físicos del mundo, o la aplicación de métodos inductivos o deductivos para discernir los problemas cotidianos de los individuos o de la sociedad, es introspectivo; se produce en el corolario de los seres humanos o de las entidades que requiere trascender, provocando estallidos de nuevos planteamientos de solución para los problemas o exigencias en cualquier línea de investigación, incluidas las ciencias administrativas.

El investigador, en su intencionalidad de generar conocimiento, articulará, representará, comprenderá o contribuirá al mismo, dependiendo de la selección sobre la realidad, el sujeto, la teoría o el objeto; cada relación tiene una finalidad, ya sea de interactuar con el objeto, definir posturas, negociar con el sujeto o construir teoría; tomar esta decisión define el diseño de la investigación (Wacheux, 1996) ver figura 10

Figura 10 Contextualización de la investigación



Fuente: A partir de Wacheux (1996).

3.1 Paradigmas de investigación.

La metodología de investigación debe juzgarse considerando la eficiencia para generar la información correlacionada con los propósitos del estudio, evitando ajustarse a los convencionalismos de los investigadores. Lo importante es que la investigación cuente con un grado de calidad; no necesariamente debe ajustarse a una metodología ortodoxa (Howe y Eisenhardt, 1990).

Hay dos metodologías de investigación, sustentadas cada una en paradigmas empleados por diferentes grupos de investigadores relacionados con los tipos ciencias. Estas metodologías, aceptadas completamente por la comunidad científica, se conocen como método cualitativo y método cuantitativo.

La investigación cualitativa describe un evento en su contexto natural (Abusabha y Woefel, 2003). El investigador observa el evento e intenta explicar el comportamiento estudiado (Walsh, 2003); incluso, los participantes deben ser estudiados sin que ellos perciban al investigador; no se diseña experimento, ni controlan artificialmente las variables. Más bien, se basa en métodos antropológicos y etnográficos (Cresswell, 2003).

Cresswell (2003) describe la investigación cuantitativa como el método que establece estadísticamente conclusiones significativas acerca de una población, al estudiar una muestra representativa. La investigación cuantitativa generalmente es experimental o descriptiva. La experimental determina las causas y efectos de la variable independiente sobre la variable dependiente. La descriptiva establece las características de la muestra en un momento en el tiempo; permite a los investigadores evaluar el contexto adecuado de las variables (Campbell y Stanley, 1963).

Bajo cualquier paradigma, la investigación científica tiene el objetivo de encontrar respuestas o soluciones con la búsqueda organizada y sistemática de datos críticos que permitan a los investigadores realizar un análisis cuidadoso para tomar decisiones que rectifiquen el problema (Sekaran, 1992).

Incluso, de acuerdo con Cresswell (2003), se permite integrar en un mismo estudio metodologías cuantitativas y cualitativas con el propósito de que haya mayor comprensión acerca del objeto de estudio; se conoce como método mixto y surgen a partir de la triangulación de diferentes orígenes de la información.

3.2 Estrategia metodológica de la investigación

Para generar conocimiento al aplicar el método científico en el estudio de problemas y prueba de hipótesis, se requiere que el proceso de investigación sea ordenado, exacto y objetivo. También es importante la correcta definición de las variables, las cuales ayudan a comprender el fenómeno en cuestión (DeLaune, 2005).

El seguimiento integral al proceso de investigación facilita al investigador encauzar energías y permite, a su vez, generar un modelo específico, acorde a los requerimientos de las preguntas de investigación y que satisfaga los objetivos de la misma.

El modelo se esboza identificado el problema y planteadas las hipótesis, sustentadas en un marco teórico; dependiendo de la metodología seleccionada para llevar a cabo el estudio, se diseñan los instrumentos de recolección, procesamiento y análisis de datos.

Se habrá originado conocimiento si la interpretación de los datos ha dado respuesta al planteamiento del problema, a las preguntas y la hipótesis de investigación (Sekaran, 1992; figura 11).

Figura 11 Proceso de investigación



Fuente: A partir de Sekaran (1992). © Luis Alfredo Gallardo Millán.

Dado el planteamiento del problema y las preguntas de investigación que caracterizan el estudio, se consideró prudente desarrollar una investigación con enfoque cuantitativo, por lo que se elaboró una encuesta como instrumento de investigación, estructurada con la intención de obtener un panel de datos económicos de las unidades seleccionadas para evaluar el desempeño financiero.

Para nuestro caso de estudio, consideramos la población total de hoteles en el estado de Sinaloa, determinando una muestra estratificada y concentrada en los principales puntos turísticos: Los Mochis, Guasave, Guamúchil, Culiacán y Mazatlán.

Analizados e interpretados los resultados, se encontró que hay suficientes elementos que permiten probar la hipótesis con un grado aceptable para analizar la realidad investigada sobre la gobernanza corporativa y la estructura de capital como determinantes de la creación de valor económico y el riesgo financiero estratégico.

3.3 Investigación de campo y criterios de validez

De acuerdo con Sekaran (1992), el proceso de investigación requiere el cumplimiento de los criterios de pertinencia, validez y confiabilidad. El criterio de pertinencia relaciona la pregunta central del estudio con todos los pasos del proceso de investigación y conserva la congruencia de la investigación mediante una relación pertinente entre las preguntas, los objetivos y las hipótesis de la investigación.

El criterio de validez fundamenta el diseño de la investigación de campo motivando a los investigadores en el buen desarrollo de la misma con la aplicación de procedimientos para obtener datos.

El criterio de confiabilidad considera las opiniones generadas por los resultados obtenidos en el estudio como una probabilidad de que las estimaciones son correctas (tabla 7).

Tabla 7 Criterios de validez

Criterios	Procedimientos
Credibilidad	Observación Encuestas Triangulación
Aplicabilidad	Muestreo teórico Descripción Serie de datos

Fuente: © Luis Alfredo Gallardo Millán

3.4 Selección de la muestra

Con el objeto de que los resultados sean replicables, considerando la confidencialidad de la información y definiendo procesos para el estudio del diseño e implementación de estrategias financieras, fundamentando la gobernanza corporativa y la estructura de capital como determinantes de la creación de valor económico y el riesgo financiero estratégico, se eligieron como unidades de estudio las pymes hoteleras.

En el proyecto de investigación se considera un periodo de 10 años como referente de perdurabilidad en las pymes y toma en cuenta empresas hoteleras del estado de Sinaloa, México, representando toda la estratificación empresarial de ese sector de la siguiente manera:

Las pymes hoteleras seleccionadas para este estudio deben corresponder a las siguientes características: que sean de propiedad privada o familiar, que no coticen en la Bolsa Mexicana de Valores y que no pertenezcan a cadenas hoteleras internacionales.

Para calcular la muestra y aplicar el instrumento cuantitativo, seleccionamos la fórmula estadística para una población finita dada por:

$$n = \frac{Z^2 p q N}{NE^2 + Z^2 p q} \quad (2)$$

Donde:

n es el tamaño de la muestra

Z es el nivel de confianza

p es la variabilidad positiva

q es la variabilidad negativa

N es el tamaño de la población

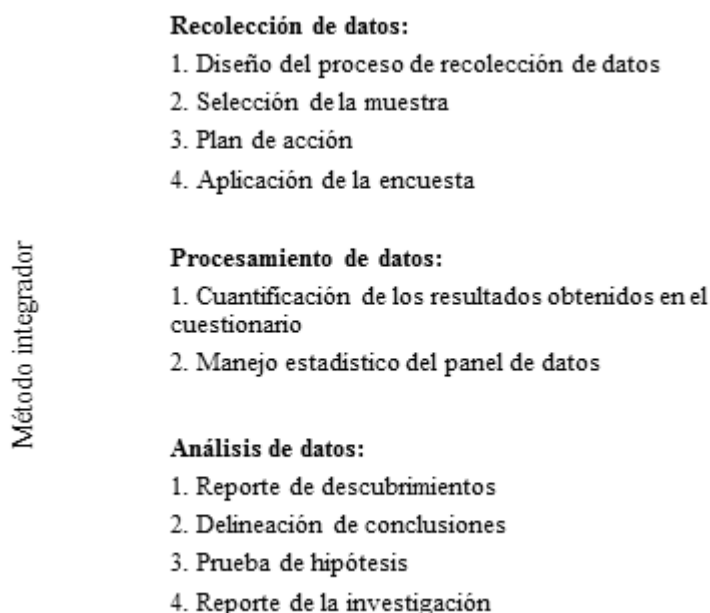
E es la precisión o el error

Para el cálculo de la misma se consideró un nivel de confianza 90% y un rango de error 10%, aplicable a la población conocida de pymes hoteleras en Sinaloa, que de acuerdo con la base de datos del Directorio Estadístico Nacional de Unidades Económicas (DENUE) encontramos que 94 unidades cumplían con las características requeridas.

Al hacer el cálculo y resolver la ecuación para determinar el tamaño de la muestra, se encontró que el número de unidades para aplicar la encuesta debe de ser de 39 unidades de estudio; ya que la representatividad de la muestra respecto a la población resultó un porcentaje alto, se decidió realizar un ajuste utilizando la fórmula que considera una correlación finita de la población propuesta por Namakforoosh (2010), resultando como muestra final 28 unidades de estudio.

La selección de los hoteles para aplicar las encuestas fue al azar. La información se obtuvo de los gerentes generales o responsables financieros en el periodo enero a marzo de 2014. Los datos financieros corresponden al cierre contable del año previo. Seleccionada la muestra, y acorde con el modelo de la investigación de campo, se recolectaron, procesaron y analizaron los datos (figura 12).

Figura 12 Diseño de la investigación de campo

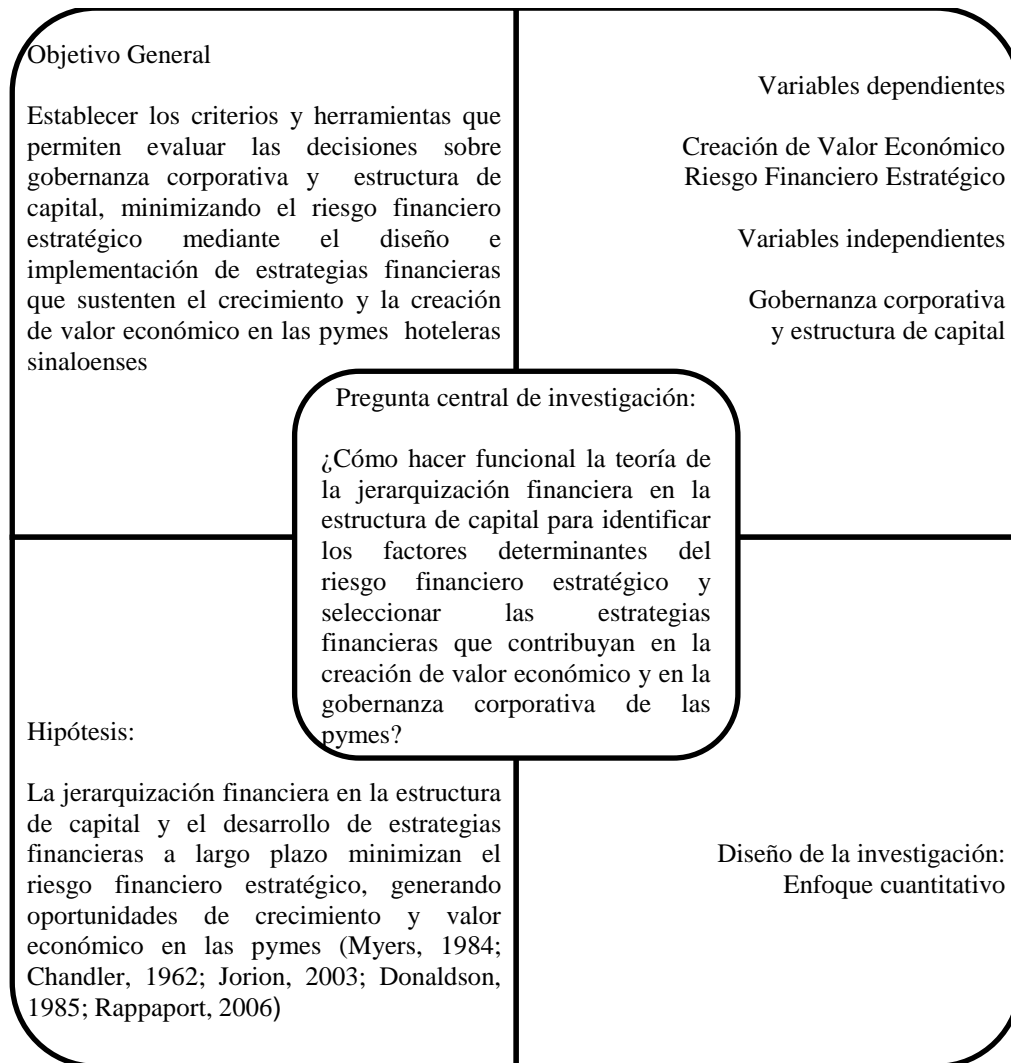


Fuente: A partir de Tan Wee (2010) y Rodríguez Peñuelas (2010)

3.5 Técnicas de recolección de datos

Para diseñar la investigación de campo, es útil relacionar y revisar la consistencia entre el tema, la pregunta central, los objetivos, las variables y la hipótesis. El diseño del estudio incluye diagramas, procesos, modelos, esquemas y plan de acción de la recolección, el procesamiento y el análisis de los datos (figura 13).

Figura 13 Matriz de consistencia



Fuente: © Luis Alfredo Gallardo Millán

Con los esquemas previos se estructuraron los instrumentos de investigación con sus características específicas que se describen a continuación:

Encuesta aplicada en los niveles altos de gestión para identificar su actitud, experiencias, conocimiento y estrategias ante el riesgo estratégico financiero.

Panel de datos compuesto por información financiera proporcionada, previa autorización, y la cual tendrá un manejo confidencial, siendo utilizada sólo con los fines específicos de nuestra investigación.

El instrumento de investigación se conformó considerando dimensiones, variables y métricas de estudio que permitieran estructurar el trabajo de campo para recolectar, procesar y analizar los datos (tabla 8).

Tabla 8 Consideraciones para estructurar el instrumento de investigación

Dimensiones	Variables	Métricas
Perfil del encuestado	Estructura de Capital (EC)	Deuda / Capital (EC)
Características de la empresa	Creación de Valor Económico (CVE)	Total de Activos (TA) WACC (i) EVA
Estrategias financieras	Crecimiento (G)	Utilidades (Ut) Tasa de retención (r)
Objetivos estratégicos	Objetivos Financieros (FG)	Rendimiento sobre Capital (RoC)

Fuente: © Luis Alfredo Gallardo Millán

Conformados los elementos básicos para llevar a cabo la investigación de campo, se estructuró el modelo para el abordaje de la misma, donde se relacionaron las dimensiones de análisis con las unidades de estudio; cada variable incluida en la herramienta de recolección de datos quedó identificada al menos con una pregunta de investigación, cumpliendo con los criterios de validez y confirmando que los instrumentos seleccionados atienden de manera adecuada el diseño de la investigación.

Seleccionado el instrumento de investigación y definida la muestra para el enfoque elegido, el investigador debe modelar los procesos de recolección de datos, como el plan de acción y las guías de observación y acopio de documentos (tabla 9).

Tabla 9 Plan de recolección de datos.

Enfoque de investigación	Métodos de contacto	Plan de muestreo	Instrumento de investigación
Cuantitativo (PS1)	Personal	Muestreo teórico	Encuesta
Cuantitativo (PS2)	Personal	Muestreo estadístico (n) para población conocida	Encuesta
Cuantitativo (PS3)	Datos financieros y económicos	Muestreo estadístico (n) para población conocida	Panel de datos

Fuente: © Luis Alfredo Gallardo Millán

La herramienta de investigación proporciona los datos que soportan los análisis específicos al relacionar las variables de investigación; en esta etapa, la utilización de programas informáticos para el procesamiento de los datos recabados (tabla 10).

Tabla 10. Modelo de procesamiento de datos.

Enfoque de investigación	Instrumento de investigación	Herramienta Informática
Cuantitativo (PS 1, 2)	Encuesta	Programa SSPS
Cuantitativo (PS 3)	Panel de datos	Regresión Simple

Fuente: © Luis Alfredo Gallardo Millán

El análisis de datos obtenidos en todo el proceso de investigación, en una combinación dinámica entre la observación y las fases de recolección, procesamiento y análisis, permite al investigador determinar la causalidad de los factores intervinientes y la relevancia de las variables, fundamentando con la validación de la teoría o la refutación de la misma.

El modelo de análisis de datos requiere como complemento la categorización de la información, lo que permite la conceptualización, descripción, desarrollo de las dimensiones y la explicación de las variables de estudio, mediante las codificación de los datos para su uso eficiente.

La relevancia del instrumento de recolección de datos, presentado previamente, se relaciona con las preguntas de investigación, las métricas de análisis, las variables de estudio y los conceptos teóricos, alcanzando con ello una congruencia metodológica que permite un alto grado de acercamiento, estudio y análisis del problema estudiado, cumpliendo con el objetivo general y respondiendo la pregunta central de la investigación.

Capítulo IV Análisis de resultados de la investigación de campo

Las pymes hoteleras en Sinaloa son un factor relevante para estudiar el sector turismo, ya que generan empleo, atraen inversión extranjera directa, incentivan la cadena de valor de la industria y valorizan los bienes raíces. Para alcanzar estándares de rendimiento y optimizar los recursos financieros que se gestionan en este segmento del mercado hotelero, hemos considerado el análisis de las relaciones que resultan del diseño e implementación de estrategias financieras de la gobernanza corporativa y la estructura de capital para determinar la creación de valor económico y el riesgo financiero estratégico inherente en las pymes hoteleras.

Para cumplir dicho objetivo, se determinó una muestra que se identificó geográficamente en Sinaloa, considerando las cuatro ciudades más relevantes para el sector turismo: Los Mochis, Guasave, Culiacán y el puerto de Mazatlán, un punto referencial del desempeño del sector turístico a escala nacional. Debido a las dimensiones y variables de estudio, se aplicó la encuesta y la información obtenida se procesó estadísticamente mediante el uso del SPSS (The Statistical Package for the Social Sciences), versión 2.0.

El SPSS, versión 2.0, permitió analizar la fiabilidad validando el instrumento de investigación utilizado para recopilar información. Estadísticamente hablando, se considera que al obtener un Alfa de Cronbach superior a 0.800 se afirma que las secciones del instrumento, e incluso en su totalidad, es confiable.

4.1 Integración de las variables en el método de investigación

La encuesta se compone de 106 preguntas relacionando cuatro conceptos teóricos contenidos en la hipótesis: estructura de capital (EC), creación de valor económico (CVE), crecimiento (G) y objetivos financieros (FG). En el análisis de las secciones de la encuesta obtuvimos un Alfa de Cronbach del 0.932, lo cual valida en su totalidad el instrumento.

Siguiendo los criterios de inclusión, se procesaron los datos obtenidos de los 28 hoteles seleccionados en tablas de contingencia, presentando descripciones de las unidades de estudio y de los sujetos encuestados, determinando frecuencias y relacionando las variables de gobernanza (Gestión Directiva) y estructura de capital para la creación de valor económico y la minimización del RFE.

Las variables financieras permitieron determinar una función que justifica la medida de riesgo del modelo propuesto, aplicando una regresión simple a los datos obtenidos y mediante la esquematización numérica del concepto de riesgo financiero estratégico se analizan e interpretan los resultados para responder a las preguntas, los objetivos y las hipótesis.

Continuando con el proceso, consideramos maximizar las variables de deuda (D), tasa de retención (r) y costo de capital, obteniendo como resultado la minimización del RFE. Adicionalmente, se compara el modelo de RFE con la función propuesta por Altman (1968), conocida como Z-Score, y de forma complementaria con la función de RPV (Ratio ponderada de valorización), propuesta por Mosqueda Almanza (2008), ambas desarrolladas para determinar la probabilidad de quiebra de la empresas.

Como se ha establecido, la investigación de campo se llevó a cabo mediante la aplicación de una encuesta a directivos de las pymes hoteleras seleccionadas, de acuerdo con la categorización de la muestra. El cuestionario agrupa 7 aspectos, que relacionan las variables de investigación, con la finalidad de identificar los factores que determinan el impacto de las estrategias financieras utilizadas en la creación de valor económico, logrando con ello evaluar el desempeño financiero del sector.

El análisis de los datos obtenidos se conformó considerando las siguientes dimensiones, según el orden planteado en el instrumento de investigación, estableciendo la codificación, de tal manera que facilitara obtener información cualitativa y cuantitativa (tabla 11).

Tabla 11 Codificación.

Objetivo	Dimensiones	Variables	Hipótesis
Establecer los criterios y herramientas que permiten evaluar las decisiones sobre gobernanza corporativa (GC) y estructura de capital (EC), minimizando el riesgo financiero estratégico (RFE), a través del diseño e implementación de estrategias financieras que sustenten el crecimiento (G) y la creación de valor económico (CVE) en las pymes hoteleras sinaloenses	Perfil del encuestado	EC: Estructura de Capital	H ₁
	Características de la empresa	CVE: Creación de Valor Económico	H ₂
	Estrategias financieras	G: Crecimiento Growth)	H ₃
	Objetivos estratégicos	FG: Objetivos Financieros (Financial Goals)	
	Riesgo estratégico		
	Creación de valor económico		
	Fuentes de financiación		

Fuente: © Luis Alfredo Gallardo Millán.

4.2 Análisis descripción de los resultados

Se realizó el análisis descriptivo de los datos obtenidos determinando por cada variable frecuencias de medias, modas y correlaciones, agrupadas por conceptos, dimensiones e hipótesis, para interpretar los resultados de la aplicación del instrumento de investigación.

Las empresas establecen metas y objetivos para alcanzar los niveles de desempeño que les permitan mantener el potencial de negocio con el que fue iniciado su desarrollo.

Los tomadores de decisiones en los puestos directivos agregan valor económico en función de su capacidad administrativa, respaldada por su experiencia y su preparación académica, 74.9% de los encuestados son directivos que tienen más de 5 años de experiencia en hotelería y 71.4% de los directivos hoteleros cuenta con licenciatura o su equivalente de estudio, lo que establece que a mayor preparación académica, mayor posibilidad de mantenerse por periodos extensos en puestos de media y alta gerencia.

En la muestra se encontró que 35.7% son hoteles de reciente creación; el complemento tiene más de diez años de haber iniciado operaciones. En relación con el número de empleados, 85.8% de los hoteles se clasificó como pequeña empresa, con un número menor a 50 empleados. Sólo 17.9%, que corresponde a cinco hoteles, cuenta con más de 100 cuartos. En esa magnitud, sólo 10.7% de los hoteles aplica una tarifa promedio mayor a 1000 pesos.

Respecto al total de ingresos, 35.7% de los hoteles se clasifica como empresas micro; el resto queda clasificado en su totalidad como empresas pequeñas. La tendencia es construir hoteles en un rango de 51 a 75 cuartos y mantenerse por debajo del límite de 1 empleado por cada 2 cuartos. Sólo aquellos hoteles que cuentan con más de 100 cuartos superan la tarifa promedio de 1000 pesos. Considerando un promedio, 42.85% de los hoteles tiene un ingreso igual o superior al millón de pesos mensuales.

Las estrategias financieras de las empresas surgen desde el inicio de las operaciones, al conformar la aportación económica para su creación; sólo 10.7% de las empresas hoteleras nace mediante una oferta privada de acciones; 50% se crea con la inversión de los ahorros del fundador o propietario. Respecto al apalancamiento, 28.6% emerge con préstamos bancarios. Es relevante en las decisiones de financiamiento inicial el tamaño de la empresa, en tal magnitud que influye en las etapas de desarrollo.

La mayoría emerge como pequeña empresa, lo que incentiva al 57.2% de las empresas a la expansión o reinicio de la etapa de crecimiento. Esto es predispuesto por las estrategias financieras que implementa el equipo directivo, ya que intervienen considerablemente en la estructura de capital y en las estrategias de financieras, convirtiéndose la estrategia de reinversión de utilidades en la más utilizada, con 53.6% por ciento. Sin embargo, por las características de las empresas hoteleras descritas, la gestión familiar tiene gran injerencia en la toma de decisiones y en el diseño de las estrategias financieras, con las cuales se pretende mantener la productividad en la media del sector con el aumento en la categorización y la infraestructura, relegando de la internacionalización de su oferta.

La gestión directiva se fundamenta en el diseño e implementación de estrategias. La investigación se enfoca en el contexto financiero, lo que se relaciona con la creación de valor económico en función del rendimiento esperado, el riesgo por el uso de fuentes de financiamiento y la decisión de determinar una estructura de capital óptima que potencialice a largo plazo el desarrollo y crecimiento de las empresas.

En el instrumento de investigación se establecieron las estrategias financieras determinantes para definir la gestión directiva. La encuesta arrojó los siguientes porcentajes de mayor influencia sobre las estrategias para alcanzar los objetivos establecidos por la alta gerencia:

Margen de utilidad	82%
ROA	75%
ROE	72%
Liquidez y solvencia	64%
Reparto de dividendos	47%
Diversificación	40%
Retención de utilidades	39%
Apalancamiento	22%

Lo anterior confirma que la gestión directiva está en función de la obtención de rendimientos, manteniendo la liquidez y solvencia, con el objetivo mayor de repartir dividendos versus retención de utilidades o la diversificación, quedando en un nivel nulo o bajo de influencia la estrategia financiera del apalancamiento.

Las estrategias financieras implementadas en las empresas hoteleras están en función de la maximización de la rentabilidad, sustentada en la reducción de costos. Sólo la tercera parte busca crear valor económico, mediante la reinversión de utilidades, la mejora de resultados financieros a largo plazo o la diversificación de fuentes de financiación. Las estrategias financieras que se relacionan con la expansión mediante la adquisición o fusión de empresas hoteleras, la asociatividad y la diversificación del negocio, quedan relegadas a niveles bajos:

Maximización de la rentabilidad	75%
Reducción de costos	61%
Creación de valor económico	47%
Reinversión de utilidades	36%
Mejora de resultados financieros a largo plazo	32%
Diversificación de fuentes de financiación	32%
Inversión en nuevos hoteles	29%
Diversificación geográfica	21%
Venta de activos	11%

Los determinantes de la gestión directiva relacionados con las fuentes de financiamiento, el tamaño de la empresa, las etapas de desarrollo, la estructura de deuda y las estrategias financieras, resultan mayormente relevantes en la gestión directiva cuando la empresa maneja desde el inicio de operaciones las fuentes de financiación.

De acuerdo con los resultados, se aprecia que en la pequeña empresa las estrategias financieras son más determinantes en la gestión directiva. Respecto a la implementación de las estrategias, las prioridades están en función de un abanico de oportunidades que buscan el desarrollo y el crecimiento que les permita mantenerse en el mercado, creando valor económico con la financiación interna.

En las etapas iniciales de desarrollo, conservar nivel de liquidez y solvencia apropiado es determinante en la gestión directiva, sustentada en la obtención de márgenes positivos de utilidad. El apalancamiento empieza a considerarse cuando se alcanza la etapa de expansión; sin embargo, la decisión está en función del mantenimiento de los rendimientos, no de la diversificación del negocio.

La creación de valor económico se convierte en prioridad, iniciando la etapa de crecimiento, tomando como base la reinversión de utilidades y manteniendo un control sobre los costos para maximizar la rentabilidad.

Cuando la estructura de deuda se encuentra en el rango entre 20 y 30%, la búsqueda de márgenes de utilidad positivos es determinante en la gestión directiva. Sin embargo, no se considera relevante la retención de utilidades, confirmando el hecho de que se tiene el compromiso de reparto de dividendos para recuperar la inversión de utilidades. Este nivel de apalancamiento incentiva la diversificación y la optimización de los rendimientos.

El nivel de apalancamiento entre 11 y 20 % indica el punto donde se establecen las prioridades en el uso de las estrategias financieras. Sin embargo, la creación de valor económico se considera prioritaria a partir del nivel de estructura de deuda superior al 20% con el límite del 40 por ciento.

La estrategia de financiación más recurrente en la gestión directiva, para el apoyo de la implementación de las variadas estrategias financieras, es la reinversión de utilidades. Sólo cuando en la estructura de capital se encuentra un porcentaje de capital preferente, se considera determinante la eficiencia en los rendimientos, la diversificación y el reparto de dividendos.

La reinversión de utilidades es considerada primordial para crear valor económico y maximizar la rentabilidad. La mejora del desempeño financiero a largo plazo y la diversificación de geográfica, como estrategias financieras prioritarias para crear valor económico surgen cuando se considera un porcentaje de financiamiento externo representado en la estructura de capital como capital preferente.

La gestión familiar es determinante en el diseño e implementación de estrategias financieras, pero el sector hotelero sinaloense es caracterizado por alcanzar sus metas y objetivos utilizando como referencia la productividad media de la industria; al superar este nivel, se crea valor económico y se fundamentan las bases para el desarrollo y expansión del negocio en el largo plazo.

Los objetivos estratégicos están en función de las metas de rentabilidad, considerando un porcentaje determinado de rendimiento y una relevancia alta en la diversificación del negocio. 39% de las empresas encuestadas establece sus objetivos estratégicos en el mediano y largo plazo, con la base de la retención de utilidades igual o mayor al 50% en 57% de las mismas.

La capacitación y desarrollo del personal, complementadas con la estandarización de los procesos, son estrategias empleadas en la gestión directiva para establecer relaciones a largo plazo que fijan la posibilidad de crear valor económico, dejando relegados los incentivos al personal y la integración asociativa como alternativa para el cumplimiento de las metas de largo plazo.

Los directivos encuestados perciben que el sector hotelero carece de una integración para desarrollar estrategias financieras que les faciliten crear valor económico y que en el largo plazo el crecimiento de la industria se convierta en ventaja competitiva del polo turístico que representan. Sin embargo, se aprecia una relevancia importante por el desarrollo de franquicias, a pesar de la falta del apoyo gubernamental para el desarrollo de las pymes hoteleras sinaloenses.

La contextualización de la integración del sector hotelero se refleja en las estrategias de crecimiento, que se concentran en el incremento en ventas y en capital de trabajo, relegando a tercer término el incremento de infraestructura.

Las estrategias financieras que sustentan el desarrollo y crecimiento de las pymes hoteleras, como la integración comercial, las *joint ventures*, las adquisiciones y las fusiones, tiene una limitada oportunidad de ser diseñadas e implementadas para crear valor económico.

Considerando los resultados en la investigación de campo, se aprecia que el cumplimiento de los objetivos estratégicos se condiciona en el corto plazo. Sólo el incremento de infraestructura requiere de una planeación a mediano plazo.

La tasa de retención que incentiva el cumplimiento de los objetivos estratégicos se encuentra en el rango del 50% al 70 por ciento. Entre menor sea la tasa de retención, mayor será el establecimiento de metas a corto plazo. Entre mayor sea la tasa de retención, mayor será la integración del sector hotelero; entre mayor sea la tasa de reparto de dividendos, menor la tasa de retención y mayor la concentración de estrategias que gestionen la planeación a corto plazo de las pymes hoteleras sinaloenses.

Se confirma que para alcanzar un porcentaje determinado de rentabilidad, la capacitación y desarrollo del equipo directivo y la estandarización de los procesos operativos incentiva las relaciones laborales a largo plazo, lo que permite establecer ventajas competitivas. Sin embargo, la integración del sector hotelero no ha sido utilizada como fortaleza en el cumplimiento de las metas de desarrollo y crecimiento, de tal magnitud que las estrategias financieras se enfocan en el corto plazo y en el contexto operativo, relegando las estrategias asociativas, las cuales permitirían aprovechar las oportunidades que se encuentran al competir globalmente.

Los riesgos inherentes en la gestión y operación de las pymes hoteleras, como en las demás organizaciones, se relacionan con las oportunidades que ofrece el entorno empresarial, con el costo de capital y con la tasa de retorno exigida por el capital invertido.

Los directivos perciben un entorno económico empresarial estable y favorable para aprovechar las oportunidades de crecimiento, pudiendo algunas pymes hoteleras soportar un costo de capital en un rango del 30 al 50%, sin poner en riesgo estratégico la empresa. Sin embargo, 72% de las empresas no sobrepasaría el rango del 30% en la estructura de deuda, en correspondencia con la preferencia de mantener grandes porcentajes de capital propio invertido en el negocio hotelero.

La sensibilización de la directiva para enfrentar las amenazas del entorno, inicia con el monitoreo de riesgos, en correspondencia con la maximización de la rentabilidad, el control de costos y gastos es primordial. La volatilidad en el tipo de cambio y el costo financiero son medianamente percibidos como un riesgo elevado que pudiera permear la creación de valor económico.

Ante el riesgo, 71% de los directivos encuestados toma acción, sustituyendo o ajustando las estrategias para minimizarlo. 68% no tomaría una tasa de riesgo sobre el capital superior al 30 por ciento. Esto describe por qué un bajo porcentaje de los encuestados percibe bajos niveles de riesgo, ya sea por exposición financiera o complejidad de los proyectos de inversión.

Cuando se percibe que el entorno es favorable para el desarrollo y crecimiento de los negocios, los directivos encuentran elementos para identificar los riesgos inherentes a las inversiones en el sector hotelero. Los rangos de los factores en que los directivos monitorean, sustituyen y ajustan las estrategias para minimizar el riesgo, se resumen en la siguiente estructura:

Costo de capital sin riesgo estratégico	de 30 a 50%
Pasivo con costo financiero	de 0 a 30%
Tasas de interés promedio de costo financiero	de 0 a 10%
Porcentaje de capital invertido en el hotel	≥ a 80%
Tasas de retorno	de 10 a 30%

El periodo de recuperación exigido en los proyectos de inversión, en 82%, es igual o menor a 5 años, pero 29% de los directivos encuestados respondió que no cuenta a la fecha con metas de expansión específicas, 21% se encuentra buscando opciones de asociación y el resto considera invertir sólo en infraestructura.

Para valorar el negocio y los proyectos de inversión, el Flujo de Efectivo Descontado (FED) es el criterio más empleado en 64%; el CCPP es utilizado como tasa de descuento sólo en 25%; los criterios más sofisticados, como el EVA o un múltiplo, producto de la aplicación de la técnica Valor en Riesgo (VaR), tiene poca o nula relevancia en este proceso.

Para el caso de la jerarquización de la estructura de capital, en el uso de las fuentes de financiación se obtuvo la siguiente selección (tabla 12).

Tabla 12 Grado de uso de las fuentes de financiación

Fuente de financiación	Nulo	Corto plazo	Mediano plazo	Largo plazo
Proveedores	4%	96%		
Acreedores	43%	39%	18%	
Financiación bancaria	43%	18%	11%	28%
Fondo de fomento	82%	11%	7%	
Utilidades del ejercicio	7%	43%	50%	
Reservas de capital	39%	4%	25%	32%
Aportación de socios	21%	18%	14%	47%
Utilidades retenidas	39%	32%	15%	14%
Capital social preferente	75%	7%	18%	
Capital de riesgo	72%	21%	7%	
Oferta privada de acciones	50%	4%	7%	39%

Fuente: © Luis Alfredo Gallardo Millán.

4.3 Determinación del riesgo financiero estratégico

Las variables financieras empleadas para calcular el riesgo financiero estratégico son la estructura de capital (Deuda/Capital), la tasa de retención (r), el rendimiento sobre capital (ROC, Return on Capital), las utilidades, el total de activos (TA), el rendimiento sobre activos (Return on Assets, ROA), el costo de capital promedio ponderado (ccpp), la tasa de crecimiento sobre ventas ($g(S)$), el valor económico agregado (EVA, Economic Value Added), y el rendimiento ajustado sobre capital de riesgo (RaROC, Risk Adjusted Return on Capital).

Los datos de Deuda (D), Capital (C), Tasa de Retención (r), % de Utilidad, costo de deuda (K_d) y Costo de Capital (K_e) fueron obtenidos con la encuesta. Los rubros de ventas (S) y Total de Activos fueron proyectados. El RFE se determina con la relación de la Tasa de Crecimiento ($g(S)$), menos RaRoC. Esta relación es la propuesta del modelo teórico donde el potencial de crecimiento debe superar el retorno sobre el capital invertido en la empresa ajustado por EVA (tabla 13).

Tabla 13 Cálculo del riesgo financiero estratégico

Hoteles														
Variables	7	9	3	10	11	12	26	23	18	14	13	1	22	15
D	10%	15%	20%	20%	7%	5%	30%	20%	40%	8%	5%	50%	10%	10%
C	90%	85%	80%	80%	93%	95%	70%	80%	60%	92%	95%	50%	90%	90%
r	20%	10%	90%	15%	5%	0%	60%	30%	60%	15%	20%	50%	30%	10%
ROC	1%	3%	4%	6%	3%	1%	3%	7%	8%	3%	5%	3%	6%	3%
Ventas	\$ 4,536	\$ 2,160	\$10,109	\$ 2,797	\$ 3,810	\$ 1,620	\$ 3,931	\$11,413	\$ 5,400	\$ 2,117	\$ 3,041	\$ 5,336	\$15,379	\$ 4,277
Utilidad	\$ 227	\$ 648	\$ 1,011	\$ 1,119	\$ 762	\$ 243	\$ 393	\$ 2,853	\$ 1,620	\$ 635	\$ 1,521	\$ 534	\$ 3,076	\$ 855
% Ut	5%	30%	10%	40%	20%	15%	10%	25%	30%	30%	50%	10%	20%	20%
Deuda	\$ 4,793	\$ 4,109	\$ 7,121	\$ 5,067	\$ 2,013	\$ 1,027	\$ 5,341	\$10,134	\$13,695	\$ 1,917	\$ 1,506	\$15,749	\$ 6,094	\$ 3,013
Capital	\$43,139	\$23,282	\$28,486	\$20,269	\$26,746	\$19,515	\$12,462	\$40,537	\$20,543	\$22,049	\$28,623	\$15,749	\$54,848	\$27,116
TA	\$47,933	\$27,390	\$35,607	\$25,336	\$28,760	\$20,543	\$17,804	\$50,672	\$34,238	\$23,966	\$30,129	\$31,499	\$60,943	\$30,129
i	26%	27%	24%	24%	19%	15%	15%	17%	15%	7%	10%	7%	10%	5%
g(S)	-0.40%	-0.09%	-0.49%	0.27%	0.09%	0.00%	-0.31%	1.51%	2.93%	0.38%	1.02%	0.79%	1.57%	0.30%
EVA	-\$10,989	-\$ 5,708	-\$ 5,826	-\$ 3,746	-\$ 4,320	-\$ 2,684	-\$ 1,526	-\$ 4,038	-\$ 1,544	-\$ 908	-\$ 1,342	-\$ 568	-\$ 2,135	-\$ 500
RAROC	-25.47%	-24.52%	-20.45%	-18.48%	-16.15%	-13.75%	-12.25%	-9.96%	-7.51%	-4.12%	-4.69%	-3.61%	-3.89%	-1.85%
Financial Risk	-25.88%	-24.61%	-20.94%	-18.21%	-16.06%	-13.75%	-12.56%	-8.45%	-4.59%	-3.74%	-3.67%	-2.82%	-2.33%	-1.55%

Hoteles														
Variables	16	4	27	24	25	2	17	6	5	28	8	20	19	21
D	15%	50%	20%	10%	0%	30%	40%	21%	2%	10%	20%	40%	40%	40%
C	85%	50%	80%	90%	100%	70%	60%	79%	98%	90%	80%	60%	60%	60%
r	5%	15%	30%	100%	100%	95%	60%	11%	20%	30%	80%	60%	60%	60%
ROC	7%	14%	13%	3%	3%	10%	11%	16%	10%	11%	8%	13%	13%	14%
Ventas	\$ 3,802	\$ 26,069	\$ 31,577	\$ 17,496	\$18,176	\$13,461	\$ 9,828	\$79,002	\$20,315	\$39,714	\$39,010	\$13,770	\$11,016	\$ 9,720
Utilidad	\$ 1,331	\$ 7,821	\$ 7,894	\$ 3,499	\$ 1,818	\$ 4,038	\$ 2,948	\$11,850	\$ 6,094	\$ 7,943	\$ 3,901	\$ 4,131	\$ 3,305	\$ 2,916
% Ut	35%	30%	25%	20%	10%	30%	30%	15%	30%	20%	10%	30%	30%	30%
Deuda	\$ 3,287	\$ 55,465	\$ 15,065	\$ 12,326	\$ -	\$16,845	\$17,804	\$19,125	\$ 1,260	\$ 7,943	\$11,778	\$20,543	\$16,434	\$13,695
Capital	\$18,625	\$ 55,465	\$ 60,258	\$110,930	\$67,790	\$39,305	\$26,705	\$71,947	\$61,737	\$71,488	\$47,111	\$30,814	\$24,651	\$20,543
TA	\$21,912	\$110,930	\$ 75,323	\$123,255	\$67,790	\$56,150	\$44,509	\$91,072	\$62,997	\$79,431	\$58,889	\$51,356	\$41,085	\$34,238
i	9%	17%	17%	6%	5%	17%	15%	17%	10%	10%	10%	15%	15%	15%
g(S)	0.34%	1.90%	3.70%	2.87%	2.68%	7.84%	5.58%	1.80%	1.97%	3.37%	6.35%	7.57%	7.57%	8.23%
EVA	-\$ 346	-\$ 1,608	-\$ 2,350	-\$ 3,157	-\$ 1,572	-\$ 2,643	-\$ 1,164	-\$ 381	-\$ 55	\$ 794	-\$ 810	-\$ 614	-\$ 491	-\$ 248
RAROC	-1.86%	-2.90%	-3.90%	-2.85%	-2.32%	-6.73%	-4.36%	-0.53%	-0.09%	1.11%	-1.72%	-1.99%	-1.99%	-1.21%
Financial Risk	-1.51%	-1.00%	-0.20%	0.02%	0.36%	1.12%	1.22%	1.27%	1.89%	4.48%	4.63%	5.57%	5.57%	7.02%

Fuente: © Luis Alfredo Gallardo Millán

La proyección de ventas para cada hotel se determinó con la relación (Número de Cuartos * Tarifa Promedio * Noches Disponibles) * % promedio de Ocupación. La proyección de los Activos Totales se determinó con la relación de (Número de Cuartos * Costo promedio de Construcción).¹⁴ Determinados los rubros financieros de la operación del negocio, se calcula el RFE con la aplicación de los siguientes conceptos:

$$\text{ROC} = \frac{\text{Utilidad}}{\text{Capital}} \quad (4)$$

$$i = (\text{Kd} * \% \text{D}) + (\text{Ke} * \% \text{C})$$

$$g(S) = r * [\text{ROC} + [\text{D} * (\text{ROC} - i)]]$$

$$\text{EVA} = \text{Utilidad} - (\text{Capital} * i)$$

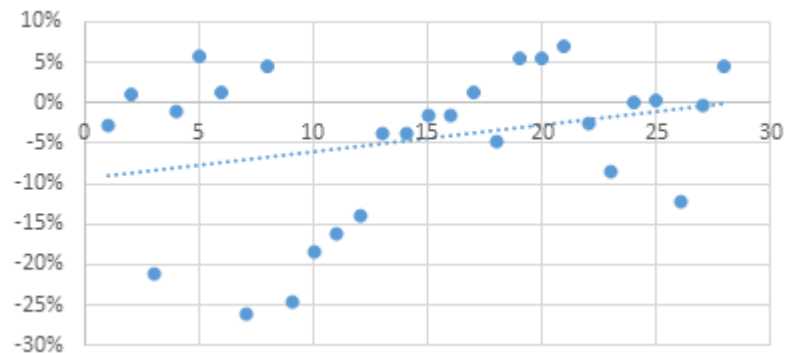
$$\text{RaRoC} = \frac{\text{EVA}}{\text{Capital}}$$

$$\text{RFE} = g(S) - \text{RaRoC}$$

El cálculo del RFE en la combinación de los datos obtenidos, bajo el sustento teórico como medida del riesgo, permite ubicar las pymes estudiadas en los cuadrantes positivo y negativo. Con dicha representación gráfica se visualiza el nivel de riesgo financiero estratégico.

Las pymes hoteleras que reflejan un resultado positivo cuentan con una solvencia financiera que las posiciona con una ventaja competitiva a largo plazo; aquellas con resultados negativos estarían enfrentando un riesgo financiero estratégico que limitaría la creación de valor económico (figura 14).

¹⁴ El porcentaje promedio de ocupación hotelera considerado en los cálculos, es de 60 por ciento. El costo de construcción proyectado se determinó considerando 132 m² de construcción promedio por cuarto de hotel, multiplicado por un costo promedio 5188 pesos, incluidos la inversión en acondicionamiento y áreas comunes. Ambos resultados se reflejan al millar.

Figura 14 Representación gráfica de los resultados de RFE

Fuente: © Luis Alfredo Gallardo Millán.

La evidencia empírica de la relación de las variables del modelo para determinar RFE confirma la relación teórica entre las variables deuda (D), tasa de retención (r), costo de capital (i), tasa de crecimiento (g(S)) y riesgo financiero estratégico (RFE); esto es (figura 15):

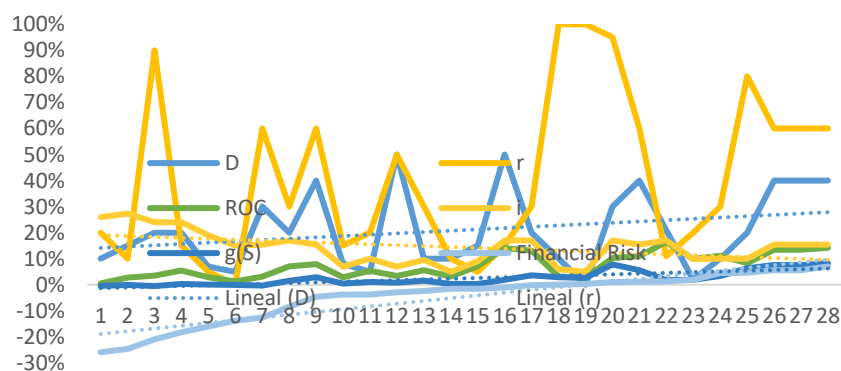
A mayor tasa de retención, mayor capacidad de flujos de efectivo positivos (FE).

A mayor capacidad de FE +, mayor capacidad de endeudamiento.

A mayor capacidad de endeudamiento, mayor acceso a financiación de menor costo de capital.

A mejor desempeño financiero, mayor potencial de crecimiento.

A mayor potencial de crecimiento, mayor probabilidad de resultado positivo en RFE.

Figura 15 Evidencia empírica de las variables.

Fuente: © Luis Alfredo Gallardo Millán.

El siguiente paso en el análisis de los datos para la evaluación del RFE fue establecer las restricciones en las variables de deuda (D), la tasa de retención (r) y el costo de capital (i). Las premisas se establecieron en la aplicación Solver, de Excel, y el resultado fue la obtención de RFE minimizado (tabla 14).

Tabla 14. Maximización Z-score versus riesgo financiero estratégico

	Hoteles													
Variables	7	9	3	10	11	12	26	23	18	14	13	1	22	15
D	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
C	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
r	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
ROC	5%	5%	16%	6%	8%	5%	13%	13%	9%	5%	6%	6%	14%	8%
Ocup.	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
Ventas	\$ 6,048	\$ 2,880	\$13,478	\$ 3,730	\$ 5,080	\$ 2,160	\$ 5,242	\$15,217	\$ 7,200	\$ 2,822	\$ 4,055	\$ 4,269	\$20,506	\$ 5,702
% Ut	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
%Ac s/Deuda	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Capital	\$33,553	\$19,173	\$24,925	\$17,735	\$20,132	\$14,380	\$12,462	\$35,470	\$23,966	\$16,776	\$21,090	\$22,049	\$42,660	\$21,090
TA	\$47,933	\$27,390	\$35,607	\$25,336	\$28,760	\$20,543	\$17,804	\$50,672	\$34,238	\$23,966	\$30,129	\$31,499	\$60,943	\$30,129
i	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%
g(S)	3.54%	2.60%	14.79%	4.48%	5.79%	2.60%	11.04%	11.30%	7.29%	3.17%	3.92%	3.96%	12.91%	6.35%
EVA	-\$ 1,098	-\$ 800	\$ 1,880	-\$ 421	-\$ 223	-\$ 600	\$ 491	\$ 1,486	\$ 80	-\$ 609	-\$ 614	-\$ 633	\$ 2,449	-\$ 120
RAROC	-3.27%	-4.17%	7.54%	-2.37%	-1.11%	-4.17%	3.94%	4.19%	0.33%	-3.63%	-2.91%	-2.87%	5.74%	-0.57%
Financial Risk	0.27%	-1.57%	22.33%	2.11%	4.68%	-1.57%	14.98%	15.49%	7.62%	-0.47%	1.00%	1.08%	18.65%	5.78%
Z Score Derivado Max	1.25	1.20	1.79	1.29	1.36	1.20	1.61	1.62	1.43	1.23	1.27	1.27	1.70	1.38
Z Score Derivado Enc	3.89	2.53	2.07	1.93	5.80	8.10	1.28	2.09	0.96	5.00	8.25	0.65	4.20	4.01

	Hoteles													
Variables	16	4	27	24	25	2	17	6	5	28	8	20	19	21
D	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
C	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
r	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
ROC	10%	13%	24%	8%	15%	14%	13%	50%	18%	29%	38%	15%	15%	16%
Ocup.	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
Ventas	\$ 5,069	\$ 34,759	\$ 42,103	\$ 23,328	\$24,235	\$17,948	\$13,104	\$105,336	\$27,086	\$52,952	\$52,013	\$ 18,360	\$14,688	\$12,960
% Ut	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
%Ac s/Deuda	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Capital	\$15,338	\$ 77,651	\$ 52,726	\$ 86,279	\$47,453	\$39,305	\$31,156	\$ 63,750	\$44,098	\$55,602	\$41,222	\$ 35,949	\$28,760	\$23,966
TA	\$21,912	\$110,930	\$ 75,323	\$123,255	\$67,790	\$56,150	\$44,509	\$ 91,072	\$62,997	\$79,431	\$58,889	\$ 51,356	\$41,085	\$34,238
i	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%
g(S)	8.23%	11.88%	22.83%	6.35%	13.85%	12.16%	11.04%	49.47%	17.08%	27.63%	37.28%	13.85%	13.85%	14.79%
EVA	\$ 189	\$ 3,688	\$ 8,054	-\$ 491	\$ 3,152	\$ 1,973	\$ 1,227	\$ 26,067	\$ 4,298	\$11,059	\$12,026	\$ 2,388	\$ 1,910	\$ 1,808
RAROC	1.23%	4.75%	15.28%	-0.57%	6.64%	5.02%	3.94%	40.89%	9.75%	19.89%	29.17%	6.64%	6.64%	7.54%
Financial Risk	9.46%	16.63%	38.11%	5.78%	20.49%	17.18%	14.98%	90.36%	26.83%	47.52%	66.46%	20.49%	20.49%	22.33%
Z Score Derivado Max	1.47	1.65	2.17	1.38	1.74	1.66	1.61	3.45	1.90	2.40	2.87	1.74	1.74	1.79
Z Score Derivado Enc	2.74	0.88	2.45	4.03	na	1.50	1.09	2.86	21.22	4.62	2.59	1.19	1.19	1.22

Fuente: © Luis Alfredo Gallardo Millán

Como se observa al aplicar la fórmula de maximización, sólo tres hoteles han quedado en el rango de RFE negativo, lo que se consideraría como un resultado altamente riesgoso, de forma técnica en alto riesgo de quiebra. Sin embargo, la función del modelo no conlleva esa intención.

El objetivo es presentar un indicador de riesgo de fácil cálculo y aplicación, que los empresarios y directivos tomadores de decisiones financieras puedan utilizar y de manera rápida puedan identificar un factor de riesgo en el desempeño financiero.

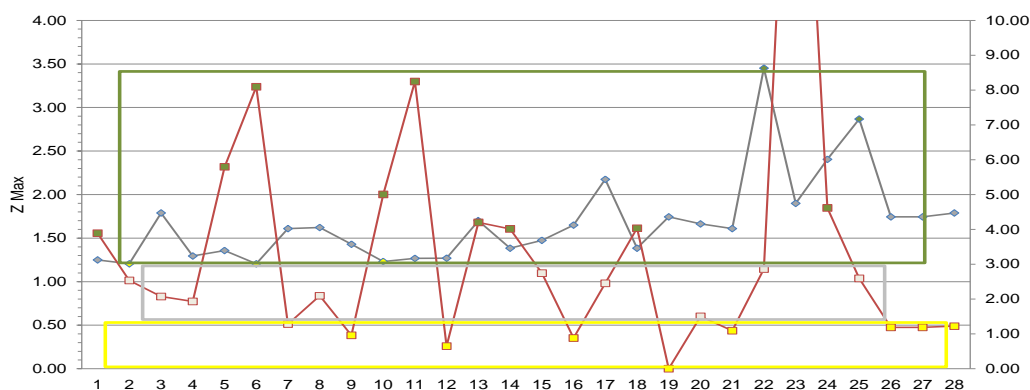
Un complemento teórico para probar el modelo de RFE es compararlo con el modelo tradicional de Altman (1968), conocido como modelo Z-Score, que determina el factor de quiebra financiera de una empresa. Para nuestro caso, se consideró utilizar la función de Z-Score derivado, empleado para empresas de un sector que no necesariamente cotizan en el mercado de valores, pero que cuenten con una estructura organizacional formal en Sociedad Anónima. La función Z-Score derivada es:

$$Z' = \left\{ \left[\frac{K}{AT} \ 0.72 \right] \left[\frac{UtRet}{AT} \ 0.85 \right] \left[\frac{BAIT}{AT} \ 3.11 \right] \left[\frac{Capital}{PT} \ 0.42 \right] \left[\frac{Ventas}{AT} \ 1 \right] \right\} \quad (5)$$

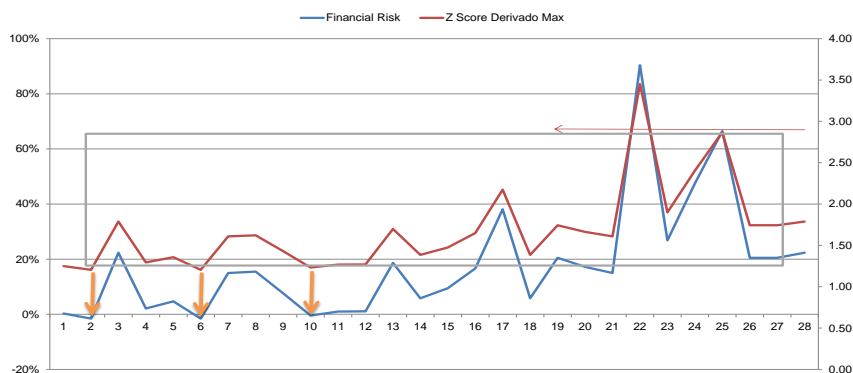
El Z-Score derivado de los datos financieros obtenidos de los 28 hoteles, previo a la maximización, muestra un resultado de riesgo diferente al calculado en RFE; esto es, que no refiere a los mismos hoteles, ni tampoco en similares magnitudes de comparación. La misma función de Z-Score se aplicó a los datos maximizados; encontramos una correlación en los resultados comparados. Sin embargo, una de las particularidades del modelo de Altman es que se compone de tres rangos de selección, conocidos como zona de alto riesgo $Z' < 1.23$, zona de bajo riesgo $Z' > 2.60$ y zona gris $1.10 < Z' < 2.60$.

En el caso último, de la maximización de los datos, hay una similitud en la relevancia para determinar los mismos hoteles en riesgo, pero con el modelo de RFE los demás hoteles quedan en el cuadrante positivo; en el modelo Altman las zona gris se amplifica, quedando sin efecto su aplicación para cumplir con el objetivo al analizar los datos financieros de la muestra (figuras 16 y 17)

Figura 16. Z-Score.

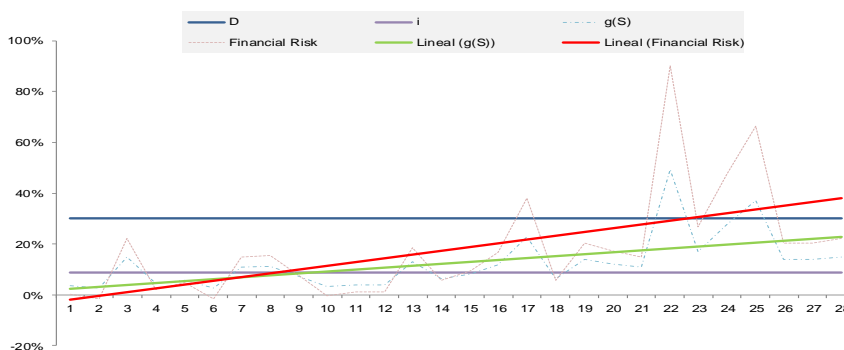


Fuente: © Luis Alfredo Gallardo Millán..

Figura 17 Comparación de los modelos StFinR vs. Z-Score

Fuente: © Luis Alfredo Gallardo Millán

El proceso de maximización indica los rangos óptimos de las variables para la creación de valor y la minimización del riesgo. Como se aprecia en los cálculos previos, se recomienda un nivel de deuda de 30%, una tasa de retención del 80% y un costo de capital del 9%, lo cual confirma la propuesta del modelo: a mayor tasa de retención, con un nivel óptimo de deuda, y costo de capital acorde el potencial financiero, resultante de un incremento en ventas y una eficiencia en el uso de los activos para la generación de valor, dado el aumento en el rendimiento sobre capital y la tasa de crecimiento, permite un mejora en EVA y, por consecuencia, un mejora del indicador RFE (figura 18).

Figura 18 Maximización de la evidencia empírica de las variables

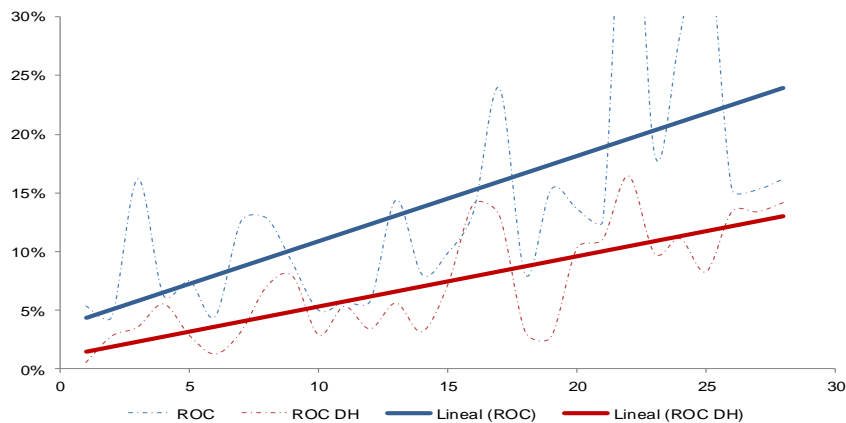
Fuente: © Luis Alfredo Gallardo Millán.

4.4 Creación de valor económico

La creación valor económico puede ser determinada con el aumento en los indicadores de ROC, EVA o $g(S)$. Analizando los resultados empíricos versus los resultados de maximización de ROC, se encontró que los datos históricos muestran una tendencia en el rango de 0 a 15% (ROC DH); la resultante de ROC maximizado muestra una tendencia de 5% a 25 por ciento.

Esto significa que se ha creado valor al maximizar las variables i , r y D , considerando el sistema Dupont, el cual se compone por el margen de utilidad (Mg. Ut), el Rendimiento sobre Activos (ROA) y el Apalancamiento, dado que estos componentes reflejan una mejora en el desempeño financiero (figura 19).

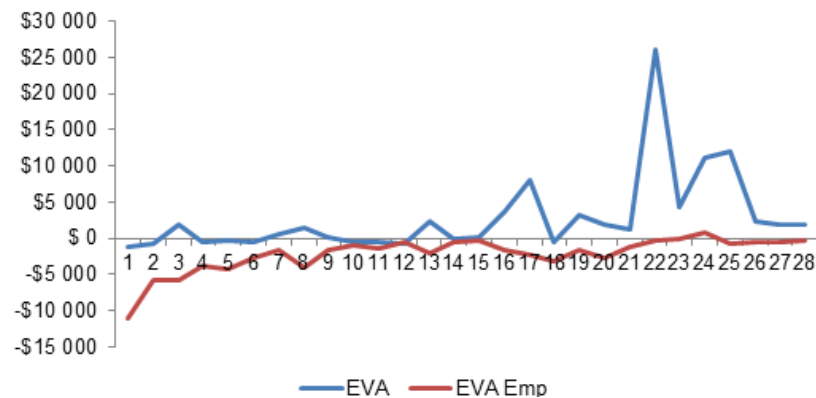
Figura 19 ROC histórico vs. ROC maximizado



Fuente: © Luis Alfredo Gallardo Millán

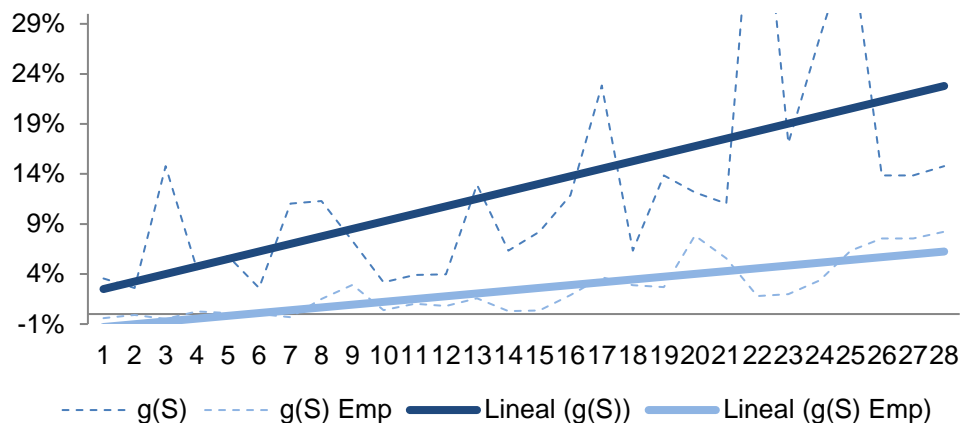
El mismo efecto se aprecia al comparar los resultados de EVA y $g(S)$. El indicador de EVA histórico vs EVA maximizado muestra la mejora en el potencial del desempeño financiero, al observarse que la creación de valor económico alcanza resultados positivos, comparado con los resultados negativos de los datos empíricos de EVA (figura 20).

Figura 20 EVA histórico vs. EVA maximizado



Fuente: © Luis Alfredo Gallardo Millán

Como corroboración del análisis previo, el indicador de $g(S)$ también muestra una mejora; la tendencia histórica se ubica en el rango de -1% a 9% y la tendencia de $g(S)$ maximizado muestra un rango superior que va del 3% a 25% (figura 21).

Figura 21 g(S) histórico vs. g(S) maximizado

Fuente: © Luis Alfredo Gallardo Millán

4.5 Prueba de hipótesis

4.5.1 Proyección del riesgo estratégico y análisis de función

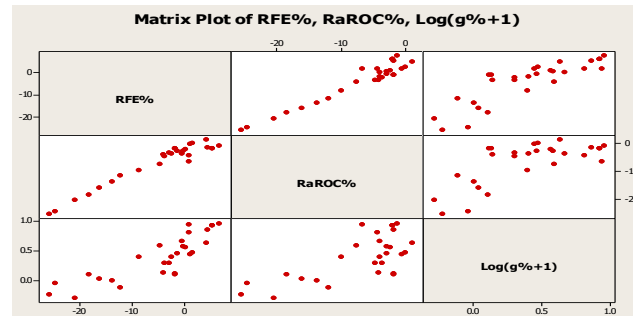
Con los datos financieros obtenidos, incluida la determinación de RFE, se aplica una regresión simple para encontrar una función que permita calcular de manera directa el RFE, resultando un modelo a partir de $g(S)$ y $RaROC$; con la consideración de que hay una correlación entre las variables y que después del análisis residual se presenta una normalización de los datos, lo que da el fundamento para la aceptación de la hipótesis (figuras 22, 23 y 24).

Modelo de regresión simple: $RFE\%$ versus $\text{Log}(g\%+1)$, $RaROC\%$

$$RFE\% = -1.60 + 8.42 \text{Log}(g\%+1) + 0.898 RaROC\% \quad (6)$$

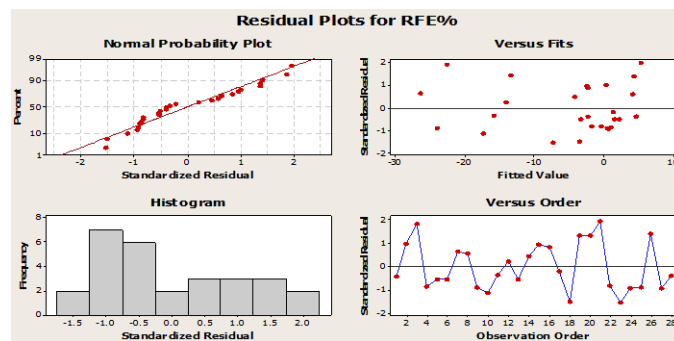
Predictor	Coef	SE	Coef	TP	VIF
Constant	-1.5970	0.4622	-3.46	0.002	
Log(g%+1)	8.4237	0.6265	13.45	0.000	1.994
RaROC%	0.89765	0.03091	29.04	0.000	1.994
S = 0.861895 R-Sq = 99.2% R-Sq(adj) = 99.1%					
Análisis de varianza					
Source	DF	SS	MS	F	P
Regression	2	2333.2	1166.6	1570.44	0.000
ResidualError	25	18.6	0.7		
Total	27	2351.8			
Source	DF	Seg SS			
Log(g%+1)	1	1706.7			
RaROC%	1	626.5			

Figura 22 Correlación



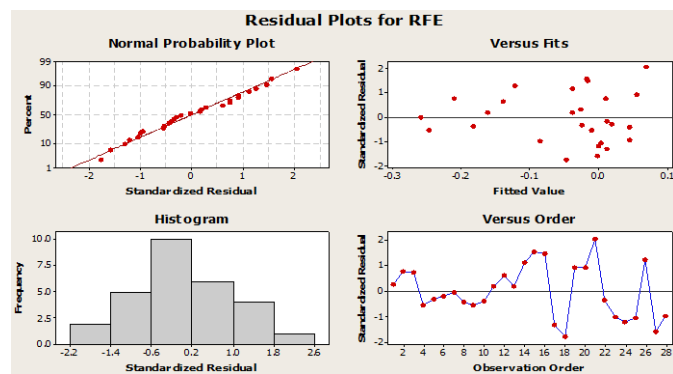
Fuente: © Luis Alfredo Gallardo Millán

Figura 23 Análisis residual



Fuente: © Luis Alfredo Gallardo Millán

Figura 24 Normalización



Fuente: © Luis Alfredo Gallardo Millán

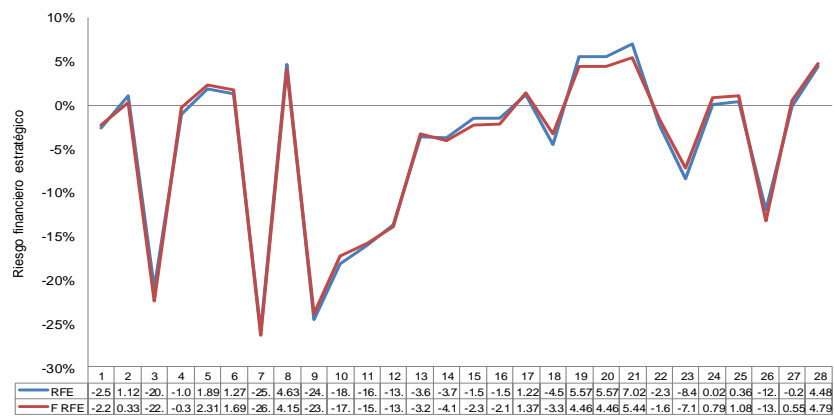
Interpretación analítica del modelo de regresión simple:

$$\text{RFE: } -1.6 + 8.42 \text{ Log}(g+1) + 0.898 \text{ RaRoC} \quad (7)$$

- 1) Cuando $\text{Log}(g+1)$ se incrementa en una unidad (1%), RFE se incrementa en 8.42 unidades porcentuales, mientras se mantiene RaRoC fijo.
 - a. $X = \text{Log}(g+1) \longrightarrow g+1 = 10^X \longrightarrow g = 10^X - 1$
 - b. Un incremento unitario en $\text{Log}(g+1)$ implica un incremento de 10 en $g+1$, es decir, un incremento de 9 en g .
 - c. Cuando g se incrementa en 9 unidades porcentuales, provoca un incremento en 8.42 unidades porcentuales en RFE.
- 2) Cuando RaRoC se incrementa en una unidad (1%), RFE se incrementa en 0.898 unidades porcentuales.
- 3) El valor promedio de RFE es -1.6%, cuando $\text{Log}(g+1) = 0\%$ y $\text{RaRoC} = 0\%$ son valores posibles de las variables independientes.

La ecuación de la regresión simple se comprobó con datos financieros históricos, mostrando una relación exacta entre el RFE histórico determinado, mediante los datos financieros versus la función RFE (figura 25).

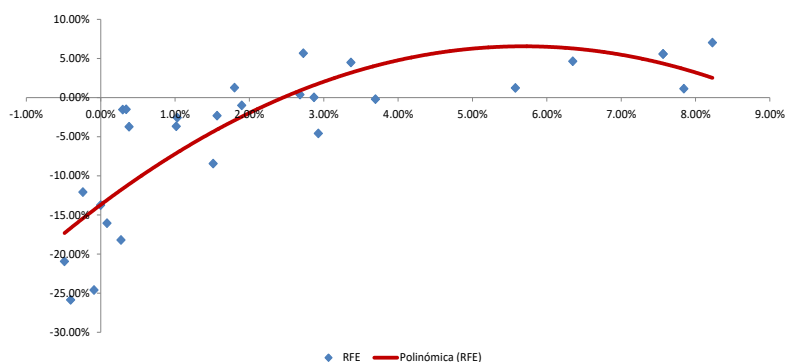
Figura 25 Prueba del modelo RFE



Fuente: © Luis Alfredo Gallardo Millán

El análisis de la relación $g(S)$ y RFE confirma la relevancia del modelo propuesto, que confirma que a mayores tasas de crecimiento se minimiza el RFE determinado un rango óptimo de crecimiento de 3 % a 8 %, infiriendo que un crecimiento superior a esa rango podría revertir el efecto en la minimización del RFE (figura 26).

Figura 26 Rango de tasa de crecimiento óptimo



Fuente: © Luis Alfredo Gallardo Millán

4.5.2 Correlación bivariada

La correlación bivariada es la cuantificación de los coeficientes de correlación de Pearson que permiten medir el grado de dependencia entre dos o más variables. Los valores se hallan entre un intervalo cerrado de $[-1, 1]$. Entre más cercano se encuentre el resultado a la unidad, la relación es más estrecha. El signo positivo indica una relación directa; para el caso del signo negativo, la relación es inversa.

Se correlacionan las variables de estructura de capital (EC), creación de valor económico (EVA), crecimiento (G) y objetivos financieros (FG) con las respuestas obtenidas agrupadas por las secciones de la encuesta que permiten interpretar las relaciones existentes para dar respuesta a las preguntas de investigación.

Estructura de capital

La relación entre las estrategias de financiación y la aportación económica para el inicio del negocio hotelero es inversa, lo que confirma el resultado de la encuesta, donde hallamos que los proyectos se inician con ahorros de los propietarios. Sin embargo, la selección de la estrategia de financiación inicial tiene una estrecha relación con el rendimiento sobre activos y la decisión de financiación externa, específicamente con capital de riesgo o capital social preferente.

La relación entre estructura de deuda es inversa al porcentaje de capital invertido, lo cual confirma que a mayor capital invertido, menor el porcentaje de deuda. La investigación indica que la estructura financiera de las empresas hoteleras es 20% deuda y 80% capital.

Hay una relación inversa entre las estrategias de financiación y la financiación con costo financiero; en específico, la financiación bancaria y el capital de riesgo.

La estrategia financiera preferida de los empresarios hoteleros es la reinversión de utilidades versus la financiación bancaria a corto plazo, desaprovechando la financiación con capital de riesgo. Encontramos que, de acuerdo con la opinión de los empresarios hoteleros, no hay apoyos financieros a través de fondos de fomento al sector. De contar con ellos, reconocen que el costo de financiación sería menor, lo cual minimizaría el riesgo financiero estratégico.

También hay una relación inversa entre las estrategias de financiación y el acceso a financiación con costo financiero, donde el costo de capital promedio ponderado para la toma de decisión se encuentra en un rango de 10% a 30%, limitando la financiación bancaria al corto plazo y excluyendo la financiación externa de capital por asociarlo a un costo mayor. El costo de capital promedio ponderado tiene una relación significativa con la tasa esperada de retorno.

El porcentaje de capital invertido en las empresas hoteleras tiene una relación significativa en el corto plazo con las fuentes de financiación, las utilidades de operación y las reservas de capital, pero una relación inversa con la financiación bancaria.

La tasa de riesgo sobre capital tiene una relación significativa con las fuentes de financiación con costo financiero y la estructura de capital relacionada con la aportación de socios en el largo plazo, pero excluyendo el capital social preferente.

El rendimiento sobre activos tiene una relación significativa en el rendimiento sobre capital para la creación de valor económico, donde el rango de RoA es de 20% a 40% y RoE es de 40% a 60%, considerándose determinante en la decisión sobre la financiación externa con capital propio en el mediano y largo plazo.

Creación de valor económico

La experiencia hotelera de los directivos, la cual se encuentra entre un rango de 10 a 15 años, tiene una relación significativa en la identificación de oportunidades en nuevos mercados como estrategia de creación de valor económico. La preparación académica de los directivos hoteleros tiene una relación significativa en el establecimiento de liderazgo como estrategia para la creación de valor económico.

Los años de operación de los hoteles tiene una relación significativa en la capacitación y desarrollo de personal y en la estandarización de procesos como estrategias directivas para establecer relaciones laborales a largo plazo, las cuales permiten diseñar e implementar estrategias con el propósito de minimizar el riesgo financiero estratégico.

Los enfoques que tiene una relación significativa en el diseño de estrategias son el establecimiento de metas de rentabilidad con un porcentaje determinado y la estandarización de los procesos. El plazo de los objetivos estratégicos está significativamente relacionado con los riesgos de inversión de los planes de expansión en el corto plazo.

Las metas de rentabilidad tienen una relación significativa en las metas de diversificación con el establecimiento de relaciones directivas a largo plazo, aunado a las estrategias para crear valor económico, que fortalecen la imagen corporativa con el liderazgo y la organización creativa.

La integración del sector hotelero mediante la articulación y cooperación entre pequeñas empresas determina significativamente el diseño e implementación de estrategias para minimizar el riesgo estratégico, sumando los apoyos estatales para el desarrollo de las pymes, lo cual reflejaría una aplicación significativa de la ingeniería financiera. La relación entre los diferentes riesgos de inversión es positivamente significativa, influyendo significativamente en la relación de la estructura de capital y la ingeniería financiera.

Crecimiento y objetivos financieros

Hay una relación significativa entre el número de cuartos, el número de empleados y la tarifa promedio. La falta de objetivos estratégicos o el crecimiento enfocado en la construcción de cuartos tiene una relación significativamente inversa en las etapas de desarrollo. Hay una relación significativa entre las estrategias de crecimiento.

Los ingresos anuales promedio tienen una relación significativa con la creación de valor económico (EVA). El reparto de utilidades tiene una relación inversa significativa con el tamaño de la empresa.

El grado de apalancamiento financiero, la volatilidad en el tipo de cambio y en el costo financiero, la diversificación de fuentes de financiación, la reinversión de utilidades, y la mejora de resultados financieros a largo plazo, tienen una relación significativa en el diseño de estrategias financieras.

La creación de valor económico y la retención de utilidades tienen una relación significativa con el grado de apalancamiento financiero. Los criterios financieros para la valuación de la empresa como flujo de efectivo descontados, ccpp, y grado de apalancamiento financiero, tienen una relación significativa en la determinación de ROA y ROE. La diversificación del negocio tiene una relación significativa en ROA y ROE.

A partir de los datos obtenidos mediante encuesta, se relacionan los rubros contables para calcular los rendimientos de operación y los indicadores que permiten evaluar el desempeño financiero de las empresas. El objetivo es determinar el potencial de crecimiento, el valor económico agregado, el rendimiento ajustado sobre el capital de riesgo y el riesgo financiero estratégico.

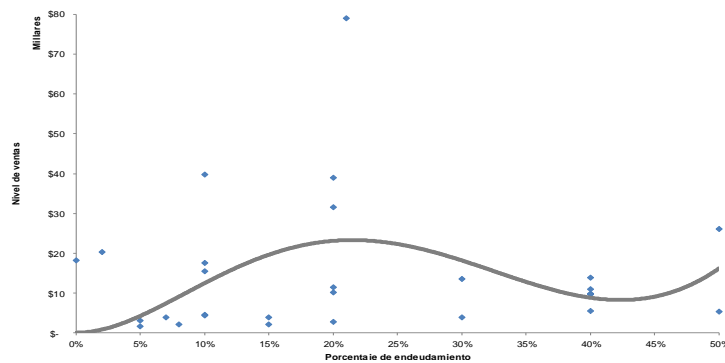
Los datos se analizan en función de las premisas financieras básicas y relacionando las variables de investigación que determinan la estructura de capital como elemento principal para evaluar el desempeño financiero, nivel de endeudamiento, estrategia de retención de utilidades, costo de capital, ventas, rendimiento sobre capital, rendimiento sobre activos, crecimiento, valor económico agregado y riesgo financiero estratégico.

Como complemento de análisis, los datos se maximizan considerando los rangos posibles de las estrategias financieras que corroboren el logro del objetivo de creación de valor económico y la minimización del riesgo financiero estratégico.

El nivel de ventas es un indicador de la capacidad de la empresa para generar entradas de efectivo y con ello sostener la operación de la empresa; la proyección de los flujos de efectivo permite a las empresas decidir sobre las necesidades de financiación; el proceso de decisión está en función de la relación ventas y el nivel de endeudamiento.

Esto es, a mayores niveles de venta, mayor capacidad de endeudamiento para financiar la operación de la empresa, o nuevos proyectos de inversión que resulten en un aumento de rendimientos futuros. Sin embargo, se aprecia que a mayores niveles de endeudamiento, mayor el riesgo financiero estratégico de no lograr los objetivos de crecimiento y, en consecuencia, reducir la creación de valor económico por el aumento en el costo financiero (figura 27).

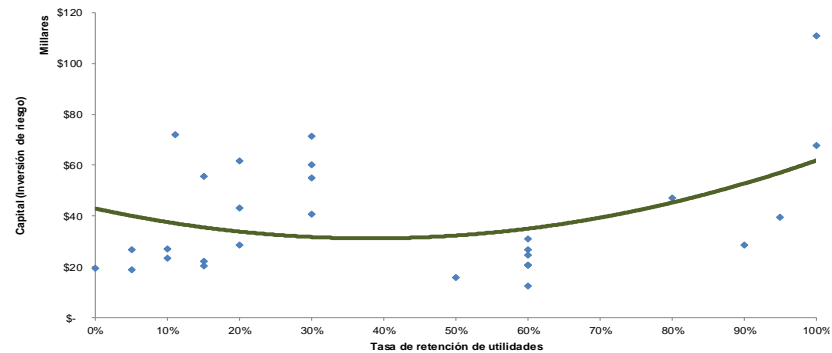
Figura 27 Relación ventas y deuda



Fuente: © Luis Alfredo Gallardo Millán

El capital de la empresa representa los recursos propios de la empresa, ya sea por aportación de los propietarios o por los incrementos en las utilidades retenidas en cada periodo de resultados. A menores tasas de retención de utilidades, menores niveles de capital de riesgo en el negocio; en consecuencia, los rendimientos futuros pueden ser menores, dado el desaprovechamiento de oportunidades de inversión.

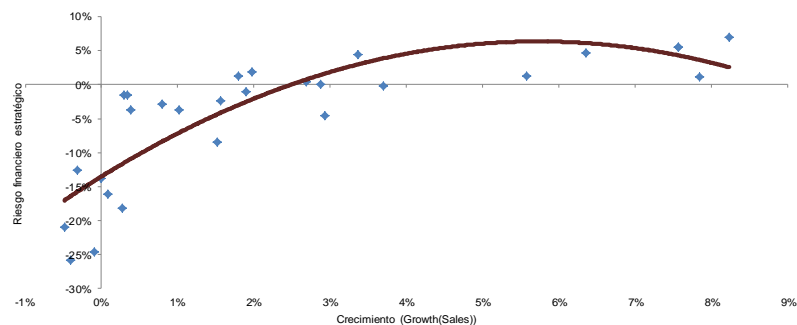
A mayor aprovechamiento de oportunidades de inversión, resultado de la financiación con recursos propios, mayor creación de valor económico y disminución del riesgo financiero estratégico (figura 28).

Figura 28 Relación capital y tasa de retención

Fuente: © Luis Alfredo Gallardo Millán

El riesgo financiero estratégico es resultado de la variabilidad en el potencial de crecimiento, sustentada en la capacidad de la empresa para obtener un desempeño financiero superior a la inversión realizada. De tal magnitud, que el riesgo financiero estratégico se minimiza en función de que las tasas de crecimiento superen los rendimientos sobre el capital de riesgo ajustados por el costo financiero.

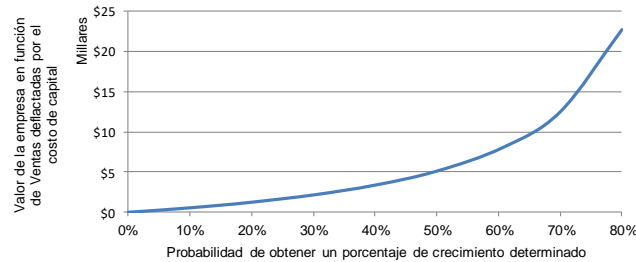
A mayor tasa de crecimiento, menor riesgo financiero estratégico. Sin embargo, se determina una tendencia inversa cuando el crecimiento se convierte en un elemento de riesgo por la ausencia de capacidad administrativa para mantener los estándares de operación (figura 29).

Figura 29 Crecimiento versus riesgo financiero estratégico

Fuente: © Luis Alfredo Gallardo Millán

El valor económico de la empresa está en función de los resultados. Para que se agregue valor económico, las utilidades obtenidas en un periodo de operación deben superar el costo financiero del capital invertido. A mayor probabilidad de obtener un desempeño financiero aceptable, mayor valor económico agregado (figura 30).

Figura 30 Valor económico en función de la probabilidad del potencial de crecimiento



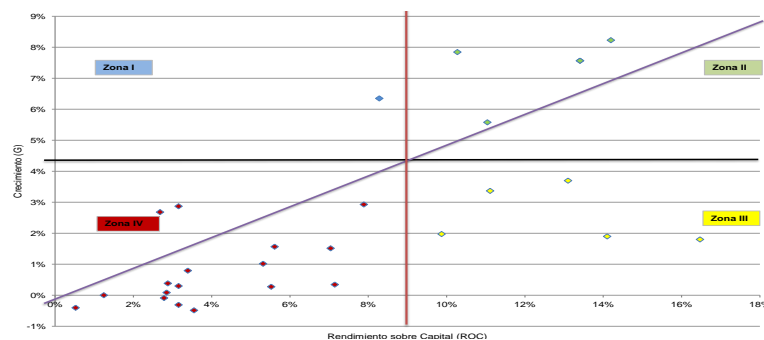
Fuente: © Luis Alfredo Gallardo Millán

La capacidad empresarial para la creación de valor económico está en función del crecimiento y de los rendimientos sobre la inversión (capital de riesgo). La característica general de las empresas que inician operaciones es la obtención de tasas de crecimiento superiores y rendimientos de capital inferiores al promedio del sector (Cuadrante I), el cual se conoce como construcción de mercado.

En el Cuadrante II se refleja la creación de valor económico, mediante el logro de objetivos a largo plazo. El desempeño financiero de ambos indicadores es superior al promedio del sector. Este cuadrante se conoce como mercado maduro. En el cuadrante III, conocido como cuadrante de cosecha, los rendimientos sobre capital son superiores al promedio del sector, a pesar de tasas de crecimiento inferiores al promedio.

El último cuadrante refleja una limitada probabilidad de permanencia en el mercado, ya que el desempeño financiero es inferior a los estándares del sector. Las empresas que se ubican en este cuadrante pueden clasificarse como empresas con alto riesgo financiero estratégico, que puede provocar una decisión de cierre de la empresa (Donaldson, 1985; figura 31

Figura 31 Cuadrantes de creación de valor económico

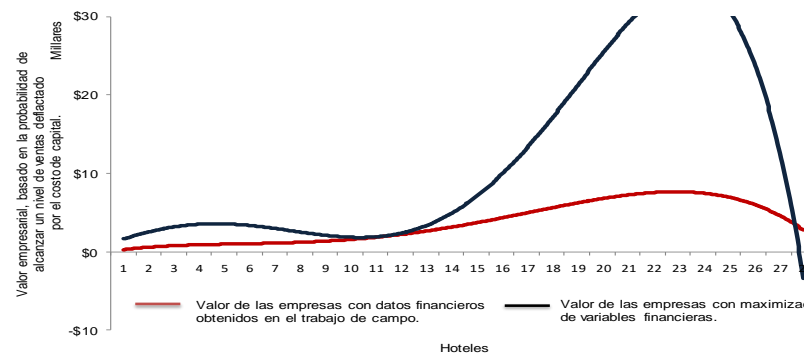


Fuente: © Luis Alfredo Gallardo Millán

El valor empresarial se incrementa en función de la maximización de las variables financieras relevantes en la determinación de las tasas de crecimiento, las cuales son una estructura de capital en niveles del 30% de endeudamiento, una tasa de retención de utilidades del 80% y un costo de capital del 9 por ciento.

Los resultados indican una mejora en las tasas de crecimiento en ventas y en los rendimientos sobre capital minimizando, en consecuencia, el riesgo financiero estratégico (figura 32).

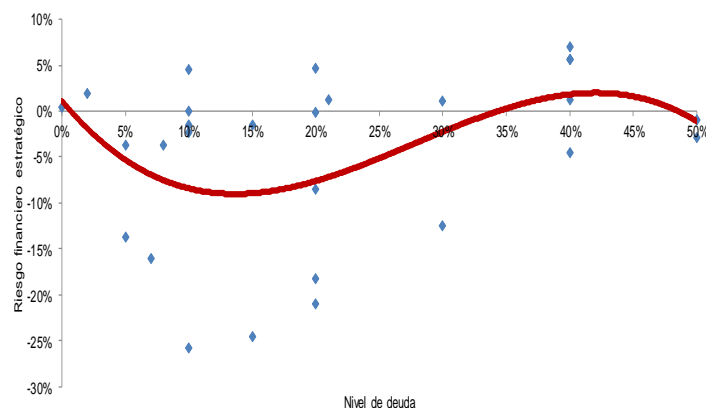
Figura 32 Valor empresarial, datos empíricos versus maximización



Fuente: © Luis Alfredo Gallardo Millán

Las variables determinantes de un desempeño financiero aceptable, dados los resultados obtenidos en la muestra de empresas del sector hotelero sinaloense, son la estructura de capital representada en nivel de deuda, la tasa de retención de utilidades y el costo de capital. El riesgo financiero estratégico se minimiza en función del grado de endeudamiento, identificando un rango de maximización entre mayor o igual a 30% y menor o igual a 50% (figura 33).

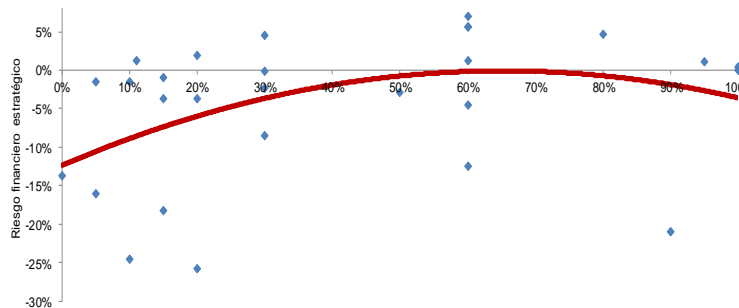
Figura 33 Rango de maximización del nivel de endeudamiento



Fuente: © Luis Alfredo Gallardo Millán

El rango de maximización de la tasa de retención de utilidades es mayor o igual al 60% y menor o igual al 80%; la decisión de ajustar este indicador, sumado a la maximización de las variables complementarias, minimiza el riesgo financiero estratégico (figura 34).

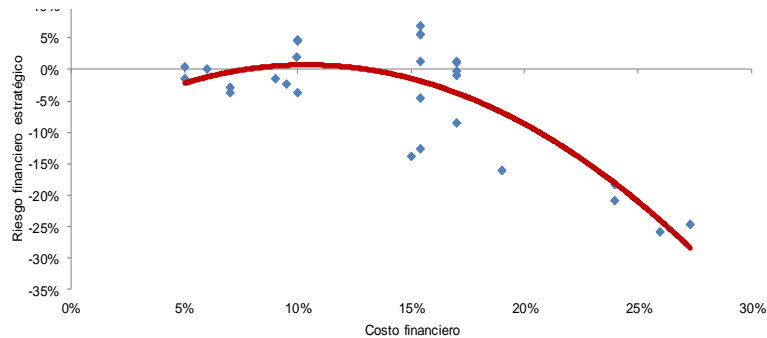
Figura 34 Rango de maximización de la tasa de retención de utilidades



Fuente: © Luis Alfredo Gallardo Millán

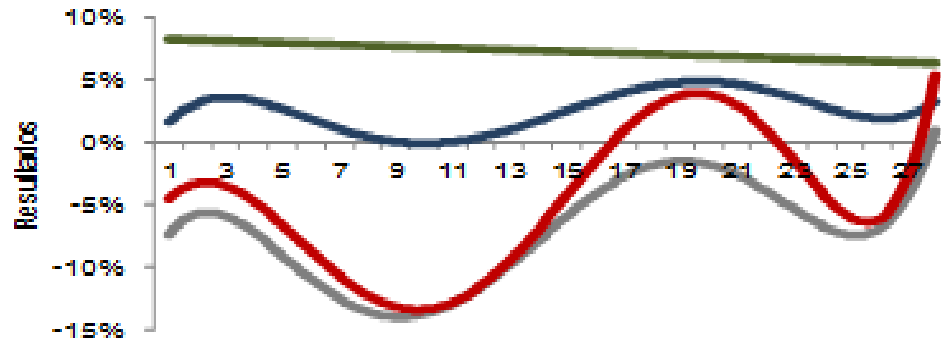
A mayor costo financiero, mayor riesgo financiero estratégico. El costo de capital que minimiza el riesgo financiero estratégico es menor a una tasa del 10 por ciento. La creación de valor económico se maximiza en la minimización del riesgo (figura 35).

Figura 35 Rango de maximización del costo de capital



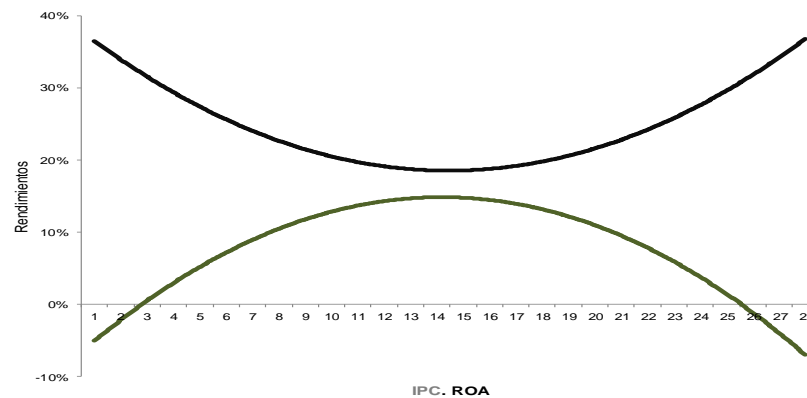
Fuente: © Luis Alfredo Gallardo Millán

Al relacionar los resultados de la investigación con un indicador de mercado, como es el caso de los resultados del IPC en un periodo corto, se puede comparar con el desempeño financiero de las pymes hoteleras; dado el producto de la implementación de estrategias en un periodo similar, podemos observar que entre mayor es la brecha entre crecimiento ($g(S)$) y RaROC, el riesgo financiero estratégico se representa de forma negativa, significando que la creación de valor económico es limitada; entre menor es la brecha entre los indicadores mencionados y entre más cercana sea la tasa de crecimiento a los rendimientos de mercado, el riesgo financiero estratégico se representa en forma positiva, significando que la empresa sostiene una solvencia financiera convertible en el largo plazo en una ventaja competitiva (figura 36).

Figura 36 Análisis de resultados versus rendimiento IPC

Fuente: © Luis Alfredo Gallardo Millán

La inversión en infraestructura en las pymes hoteleras es más que relevante, comparada con las inversiones en infraestructura en otros sectores de la industria; por tanto, el indicador financiero de rendimiento sobre activos (ROA) puede ser utilizado como elemento de comparación con los rendimientos que ofrece el mercado en general para una evaluación del desempeño financiero del sector estudiado. Empleando en este ejercicio los rendimientos del IPC, como se hizo en el análisis previo, los resultados nos permiten deducir que los rendimientos del sector hotelero sinaloense tiene una correlación inversa a los rendimientos del IPC (figura 37).

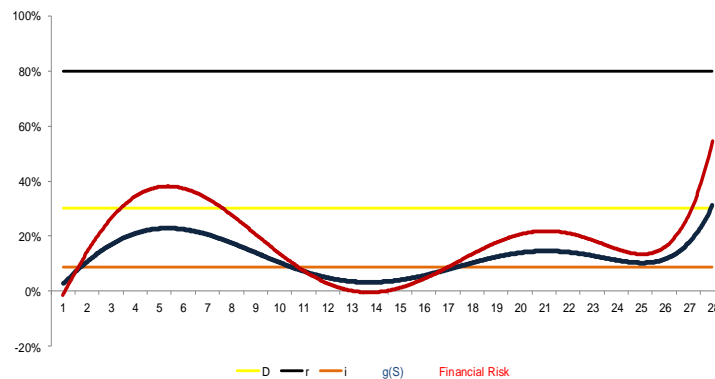
Figura 37 Correlación ROA vs. IPC

Fuente: © Luis Alfredo Gallardo Millán

Realizado el análisis de los datos empíricos, se aplicó un proceso de maximización definiendo rangos específicos de deuda, tasa de retención, costo de capital, porcentaje de ocupación, porcentaje de utilidad y capital de trabajo.

El resultado fue una minimización relevante del riesgo financiero estratégico, de tal magnitud que sólo tres pymes hoteleras no lograron resultado positivo. En general, aquellas empresas con tasas de crecimiento inferiores al costo de capital son las que presentan resultados negativos; en consecuencia, son empresas con limitado potencial de creación de valor económico (figura 38)

Figura 38 Crecimiento versus riesgo financiero estratégico



Fuente: © Luis Alfredo Gallardo Millán

El resultado de esta investigación ofrece fundamentos teóricos para mostrar que el diseño e implementación de estrategias financieras con un horizonte de tiempo a largo plazo considerando la optimización de la estructura de capital mediante una gobernanza financiera se incentiva el crecimiento y se crea valor económico en las pymes. Asimismo, aporta bases para tomar decisiones de inversión minimizando el riesgo financiero estratégico en las diferentes etapas del ciclo de vida de las pymes hoteleras y con ello enfrentar la competencia global, permitiéndoles aprovechar oportunidades de posicionamiento o expansión que hay en la región sinaloense

Capítulo V Conclusiones de la investigación

Las estrategias financieras deben sustentarse en un horizonte de largo plazo para aumentar la probabilidad de rendimientos positivos. Para ello, debe permitirse el uso de fuentes internas y extremas de financiación, sin poner en riesgo el futuro de la empresa.

La teoría de la jerarquía de preferencias financieras en la estructura de capital aplicada en el contexto de la toma de decisión para aumentar la posibilidad de acceder a financiación de bajo costo y el aprovechamiento de las oportunidades de inversión, está en función de:

- La mezcla de la estructura de capital.
- aumento en la tasa de retención de utilidades, y
- La reducción del costo de capital promedio ponderado.

Las implicaciones para crear valor económico se relacionan con el proceso de toma de decisiones financieras a nivel estratégico en las pymes, requiriendo la comprensión de diversos paradigmas. Por ejemplo, la estructura de capital que maximiza el valor de las empresas está en función de una combinación óptima de fuentes de financiación externas de largo plazo, lo que puede resultar en disminución de control e incremento de los niveles de riesgo.

La teoría de la jerarquización financiera de la estructura de capital, condicionada por los costos de financiación y los riesgos inherentes, puede ser optimizada por ajustes en la estructura de capital con los costos financieros relacionados, en la tasa de retención de utilidades y en el desempeño financiero, mediante la mejora respectiva de ROC, $g(S)$, EVA y RaROC.

La creación de valor económico en las empresas, a su vez, se representa con la conservación o incremento de activos estratégicos; por tanto, los flujos de fondos requeridos para un crecimiento sostenido requieren una financiación que responda a las condiciones competitivas del sector económico analizado.

La administración práctica y objetiva del riesgo, combinando los componentes de valuación, como costo de capital, desempeño financiero y tasa de crecimiento, tienen un efecto positivo en la estructura de capital incrementando los márgenes operativos, los flujos de efectivo y los retornos sobre capital.

Cuando una empresa genera el potencial para tomar decisiones más rentables en el largo plazo, debido a que explota su conocimiento sobre la exposición al riesgo, puede extender sus periodos de crecimiento y expansión al reducir el costo financiero, incrementando tasas de retención y tasas de crecimiento, lo cual permite obtener mayores retornos sobre capital que, a su vez, puede convertirse en ventaja competitiva.

El modelo conceptual que se presenta en nuestra investigación establece una relación de la tasa de crecimiento condicionada en el desempeño financiero con los retornos ajustados sobre el capital de riesgo, permitiendo ilustrar el riesgo financiero estratégico desde un contexto integrador e innovador de las teorías financieras.

Considerando ese planteamiento, las empresas pueden encontrar un costo de oportunidad muy elevado al buscar permanecer en el mercado sin considerar los siguientes paradigmas, alejándolas de la maximización de valor:

- Ventajas económicas que se generan por realizar alianzas estratégicas
- Acceso a financiación externa de bajo costo, en función de la estructura de capital
- Desarrollo de estrategias de viabilidad y permanencia en su entorno de competencia

Si una empresa planifica a largo plazo y vigila el desempeño financiero, es probable que logre rendimientos positivos superiores al costo de capital, generando una ventaja competitiva que le permita permanecer más años en el mercado.

Sin integración de estrategias financieras que reviertan la tendencia de la temprana mortalidad, las empresas y la cuestionada habilidad de los empresarios para conformar grupos empresariales que satisfagan las necesidades de inversión de los individuos como alternativa complementaria para crear de valor, seguirá latente la oportunidad de nuevos escenarios para el desarrollo empresarial.

Caso contrario: el empresario con metas cortoplacistas sólo intentará satisfacer la necesidad de sobrevivir en lo relativo a su negocio o actividad empresarial. Como opción de desarrollo, el empresario debe encontrar enfoques de pensamiento teórico administrativo para trascender, sustentado en el crecimiento de su empresa, pero sobre todo que su legado tangible e intangible sea valorado y considerado esencia para crear valor económico.

Es relevante, por tanto, que el empresario relacione los elementos y factores que crean valor económico, reconociendo los recursos y capacidades con los que cuenta para llevar a cabo su labor; esto es, que administre sus proyectos, buscando la optimización del valor empresarial, permitiendo crear ventajas estratégicas en el aprovechamiento de oportunidades de crecimiento para competir en el mercado y resistir los embates económicos y financieros.

Como el que se ha vivido recientemente, donde se cuestionan las formas de dirigir, controlar e integrar negocios, obligando a buscar alternativas financieras que optimicen el desempeño de las empresas en el largo plazo, minimicen el riesgo financiero estratégico, potencialicen las oportunidades de inversión y creen valor económico.

Cuando las organizaciones y en especial las pymes establecen como estrategia competitiva el crecimiento y la expansión, deben atender la necesidad de alcanzar estándares de desempeño financiero en un entorno globalizado, por lo que debe buscarse un equilibrio entre las economías de escala y la capacidad de respuesta a las condiciones locales; esa estrategia deberá ser más global si se concentra más en las economías de escala, como lo plantea Pankaj Ghemawat.

De acuerdo con Philippe Jorion, el riesgo es aquel que la empresa está dispuesta a asumir al crear ventajas competitivas y agregar valor para el empresario. Es decir, se trata el riesgo como la relación que existe entre la competitividad de la empresa y el logro del objetivo básico financiero. Nuestra función de riesgo financiero estratégico establece como objetivo básico financiero que $g(S)$ supere $RaROC$, asumiendo que la competitividad económica resulta de la optimización de la estructura de capital con el objetivo de maximizar el valor económico y por consecuencia minimizar el RFE.

Una de las características principales de la investigación fue utilizar un instrumento de investigación preciso y enfocado en obtener resultados específicos, generando una base de datos con variables cualitativas y cuantitativas que permitieron demostrar la hipótesis. Sin embargo, dada la confidencialidad de los datos financieros requeridos a las 28 pymes hoteleras se formaron rangos porcentuales para facilitar su recolección.

Las variables de estructura de capital, tasa de retención, desempeño financiero, costo de financiación y tasa de crecimiento, pudieron influir significativamente en la determinación del riesgo financiero estratégico, a causa de la elasticidad de la información financiera obtenida y el tamaño de la muestra estratificada.

La creación de valor en las organizaciones se fundamenta en los procesos esenciales de diseño de estrategias y sistematización de la información, que permiten la toma de decisiones; mediante un liderazgo compartido, el desarrollo de la ciencia administrativa tiene que encontrar nuevas vertientes para que se amplíe el porcentaje de éxito de las pymes, ya que en los años recientes ha estado en función de la competitividad.

El análisis y estudio de las pymes es planteado por varias dimensiones y contextos; en lo estratégico, si una empresa planifica a largo plazo y cuida el desempeño financiero, es probable que logre rendimientos superiores a lo esperado, genere valor económico, minimice su RFE y permanezca creciendo durante un periodo mayor.

El paso a seguir como propuesta de continuidad para profundizar en el estudio de las variables de la tesis planteada, consideramos que la modelación de los datos obtenidos en la investigación de campo utilizando la teoría Rough Set validaría la conceptualización teórica y robustecería la determinación del riesgo financiero estratégico; ya que en la aplicabilidad de esta teoría pueden incluirse factores cualitativos que intervienen en el desempeño financiero de la empresa; como la etapa de desarrollo.

Las características del negocio; los grados de influencia en la toma de decisiones; la preferencia en la estructura de capital; el enfoque para el diseño de las estrategias; las estrategias de crecimiento, las metas de rentabilidad; la integración del sector industrial; los plazos de los objetivos; los grados de diversificación del negocio; los riesgos inherentes en las inversiones; la experiencia de los propietarios o directivos; las metas de expansión; los atributos profesionales del equipo directivo; los criterios de valuación; las estrategias de creación de valor; y por supuesto las fuentes de financiación.

El caso de estudio sobre las pymes hoteleras sinaloenses dejó evidencia de que el desempeño empresarial expresado en creación de valor económico es resultante de una gobernanza financiera –optimización de la estructura de capital y administración del riesgo financiero estratégico-, por lo que el reto será divulgar este conocimiento para su aplicación formal como herramienta administrativa para la toma de decisiones referentes al aprovechamiento de oportunidades de crecimiento.

Referencias

- Abusabha, R., M.L. Woefel (2003). Qualitative vs. quantitative methods. *Journal of the American Dietetic Association*, 103(5), 566-575.
- Alburquerque, F. (2007). Desarrollo local en América Latina: oportunidades y desafíos para el trabajo decente. Documento de trabajo. Oficina Internacional del Trabajo. Ginebra.
- Altés, C. (2008). Turismo y desarrollo en México. Nota sectorial. Banco Interamericano de Desarrollo.
- Altman, E.I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of Corporate Bankruptcy. *The Journal of Finance*, 3(4), 589-609.
- Altuve G., J.G. (2006). Análisis cuantitativo y mejora de la calidad del costo de capital en las Pequeñas y medianas empresas (pymes). *Actualidad contable FACES*, 9(13), 5-13.
- Amorós, J., M. Atienza, G. Romaní (2008). Formal and informal equity funding in Chile. *Estudios de Economía*, 35(2), 179-194.
- Atiyet, B.A. (2012). The Impact of financing decision on the shareholder value creation. *Journal of Business Studies Quarterly*, 4(1), 44-63.
- Aybar Arias, C., A. Casino Martínez, J. López Gracia (2004). Efectos financieros y estratégicos sobre la estructura de capital de la pequeña y mediana empresa. *Moneda y Crédito, S. L.*(219), 71-99.
- Aybar, C., A. Casino, J. López Gracia (marzo, 2001). *Jerarquía de preferencias y estrategia empresarial en la determinación de la estructura de capital de la pyme: un enfoque con datos de panel*. 30. Valencia, España: I. V. Económicas.
- Bender, R., W. Keith (2009). *Corporate financial strategy*. Burlington: Elsevier Butterworth-Heinemann.
- Bernal, A., A. Oneto, M. Penfold, L. Schneider (2012). Gobierno corporativo en América Latina. Importancia para las empresas de propiedad estatal. *Serie Política y Transformación Productiva*, (6) 13-77. Banco de Desarrollo de América Latina.
- Bhaird, C.M. (2010). The Modigliani-Miller proposition after fifty years and its relation to Entrepreneurial Finance. *Strategic Change: Briefings in Entrepreneurial Finance*, 19(1-2) 9-28.
- Bosch, H., J. Farrar, H. Hui, J. Charlton, C. Tsui (2003). *Guidelines on corporate governance for SMEs in Hong Kong*. Hong Kong: The Hong Kong Institute of Directors.
- Cabeza, M. (2000). La industria turística busca nuevos horizontes. *Revista Economía*(16), 33 - 44.

Cabrera, Á., S. de la Cuadra, A. Galetovic, R. Sanhueza (2009). Las pyme: quiénes son, cómo son y qué hacer con ellas. *Estudios Públicos*, 116, 229-385.

Cadbury, A. (1992). *The financial aspects of corporate governance. The committee on the financial aspects of corporate governance*. London, UK: Burges Science Press.

Campbell, D., J.C. Stanley (1963). *Experimental and quasi-experimental designs for research*. Boston: Houghton Mifflin Company.

Castillo Ramírez, C., P.E. Rivas Alonso (2003). Financiamiento de la mediana empresa a través del mercado de valores. Tesis de licenciatura. División de Ciencias Sociales y Humanidades. Universidad Autónoma Metropolitana. México.

Cavazos, M., J. Guerrero (2010). Alternativas de desarrollo para micro, pequeñas y medianas empresas turísticas en México. *Humanística*, (2), 31-42.

CEGC (2009). Guía Práctica para la institucionalización de la empresa. México: México: Centro de Excelencia en Gobierno Corporativo.

CEPAL (2008). Complejos hotelero-inmobiliarios integrados: inversiones y estrategias empresariales. *La inversión extranjera directa en América Latina y el Caribe*. Capítulo III, 109-149 Comisión Económica para América Latina y el Caribe.

Chalmers, A.F. (1987). *¿Qué es esa cosa llamada ciencia?* Vols. XII, XIII Y XIV. Argentina: Siglo XXI.

Chandler, A.D. (1962). *Strategy and Structure: Chapters in the history of American industrial enterprise*. Cambridge, MA: MIT Press.

Chandra Shill, N. (2009). Performance Measures: an application of economic value added. *International Journal of Business and Management*, 4(3),169-177.

Chias Marketing Systems, S. (2007). *Plan Estratégico de Turismo del Estado de Sinaloa*. Informe Ejecutivo. Sinaloa: Gobierno del Estado de Sinaloa.

CNET (2013). *Turismo, 7 Ejes rectores, propuestas y compromisos*. México: Porrúa.

Collins, O. S., Filibus, I. E., & Clement, A. A. (2012). Corporate capital structure and corporate market value: Empirical evidence from Nigeria. (C. C. Education, Ed.) *International Journal of Economics and Finance*, 4(12), 193-201.

Consejo de Promoción Turística de México (2012). *Sistema Integral de Información de Mercados Turísticos*. <www.siimit.com/wb2/>.

Consejo Mexicano para el Desarrollo Económico y Social (2010). Facilitando la relación entre las grandes empresas y las pymes más innovadoras. *Alianzas por las pymes*. COMDES. México.

- Copleston, F. (2011). *Historia de la filosofía*. Vols. IV y V. Barcelona: Ariel.
- Cresswell, J.W. (2003). *Research design: qualitative, quantitative, and Mixed Methods Approaches* (2nd ed.). Thousand Oaks: Sage Publications.
- Damodaran, A. (2003). Value and Risk: Beyond Betas De
<<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>>.
<www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/riskvalue.pdf>. 1-47
- Damodaran, A. (2007). Research and papers: Valuation and Corporate Finance.
<<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/execval/valenhX.pdf>>. Obtenido de
<<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>>
- Damodaran, A. (2008). *Strategic Risk Taking*. New Jersey: Wharton School Publishing.
- Davidsson, P., L. Achtenhagen, L. Naldi (2005). Research on small firm growth: A review. Artículo presentado en la 35th *EISB Conference*, Barcelona, Spain 1-27.
- DeLaune, S., P. Ladner (2005). *Research and Evidence-Based Practice*. Chapter 3. 47-58. Cengage Learnig. 4 Edition.
- Delfino, M. A. (2007). Determinantes de la estructura de capital de las empresas en américa latina <http://marcelodelfino.net/files/Determinantes_estructura_capital.pdf>
- Donaldson, G. (1985). Financial goals and strategic consequences. *Harvard Business Review*, May-June, 57-66.
- Firer, C. (1999). Driving Financial performance through the du pont identity: a strategic use of financial analysis and planning. *Financial Practice and Education*, 9:34-45.
- Flores Ruiz, D., M. Barroso González (2011). Delimitación de la empresa turística desde diferentes enfoques de análisis de la economía del turismo. *XIII Reunión de Economía Mundial*. Escuela Universitaria de Estudios Empresariales de la Universidad del País Vasco de Donostia-San Sebastián. 25, 26, y 27 de mayo.
- Frigo, M.L., R.J. Anderson (2009). A first step for improving risk management and governance. *Strategic Finance*, December, 25-33.
- Garnica de la Espriella, L. (2009). Implicaciones del gobierno corporativo en las economías emergentes. *Finanzas y Política Económica*, 1(2), 109-124.
- Ghemawat, P. (2007). Managing differences, The Central Challenge of Global Strategy. *Harvard Business Review*, March, 1-14.

Ghemawat, P. (2009). El riesgo de no invertir en época de crisis. *Harvard Deusto Business Review*, September, 11-22.

Grant, R.M. (2001). The resource-based theory of competitive advantage: implications for strategy formulation. *California Management Review*, Spring, 114-135.

Gutiérrez Márquez, A. (2005). *Posmodernidad y administración del conocimiento en las organizaciones productivas del sur de Sinaloa*. <http://sectur.gob.mx/work/sites/sectur/resources/LocalContent/13580/1/AndresGutierrezMarquez_UnivdeOccidente.pdf>.

Gutierrez V., P. (s.f.). Gobierno corporativo en Latinoamérica. *Confecamaras*, Corporate Governance Project Colombia, 1-8.

Harif, M., H. Osman, C. Hoe (2010). Financial Management practices: an in-depth study among the CEOs of Small and Medium enterprises (SMEs). *International Review of Business Research Papers*, 6(6), 13-35.

Hawawini, G., C. Viallet (1999). *Finance for executives*. Cincinnati: Thomson.

Herring, J.P. (1992). The role of Intelligence in formulating strategy. *Journal of Business Strategy*, 13(5), 54-60.

Howe, K., M. Eisenhardt (1990). Standards for qualitative (and quantitative) research: a prolegomenon. *Educational Researcher*, 19, 2-9.

INEGI (2013). Datos demográficos y económicos de México y del estado de Sinaloa por Municipios y Ciudades. <<http://www.inegi.org.mx>>.

Jiménez Martínez, A.D. (2008). Las cadenas hoteleras en el mundo y evolución de su operación en México al inicio del siglo XXI. *INNOVAR*, 18(32), 167-194.

Jorion, P. (2003). *Financial risk manager handbook*. Segunda edición. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Jorion, P. (2003). *Value at Risk Handbook*. 3rd edition. New York. McGraw-Hill.

Kaplan, R., P. Norton (2001). Transforming the balance scorecard from performance measurement to strategic management. *Accounting Horizons*, 15(1), 87-104.

Koljatic, M., M. Silva (2011). Alliances in SMEs and cooperatives involved in business with low income sectors in Latin America. *INNOVAR*, 21(40), 127-135.

Lastres Segret, J., M.J. Rivero Villar, R.C. Moreno Sanabria (2003). Las capacidades estratégicas más frecuentes en la industria hotelera mexicana. *I Congreso Internacional y Virtual de Intangibles*, España, 157 -174.

López, G., B. Palomino (2007). Elaboración de un diagnóstico del estado de la investigación turística en el país y generación de un programa de investigación integral para el sector turismo. *CESTUR*, 1-136.

McDonald, J.F. (2011). The Modigliani-Miller Theorem with financial intermediation. *Scientify Research on Modern Economy*, (2), 169-173.

Mckenzie, D., C. Woodruff (March, 2008). Experimental evidence on returns to capital and acces to finance in Mexico. Documento de trabajo de investigación de políticas. Banco Mundial.

México, Gobierno de (2013). *Plan Nacional de Desarrollo*. Programa Sectorial de Turismo 2013-2018. <<http://pnd.gob.mx/wp-content/uploads/2013/05/PND.pdf>>

Miller, M., F. Modigliani (1958). The cost of capital, corporate finance and theory of investment. *American Economic Review*, 48(3), 261-297.

Miller, M., F. Modigliani (1961). Dividend Policy, growth and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433.

Mobius, M. (2001). Good governance is a global challenge. *Corporate Board*, 22(131), 1-5.

Mora H., A. (2009). El fomento de las pymes como estrategia para incentivar el desarrollo económico local en las entidades federativas marginadas de México: una aproximación empírica. *Observatorio Iberoamericano del Desarrollo Local y la Economía Social*, 1-19.

Mosqueda Almanza, R.M. (2008). *Indicadores del fracaso en las empresas mexicanas*. México: IMEF.

Muñoz Palma, M., E. Avilés Ochoa (2011). Administración del riesgo financiero. E. Avilés Ochoa y M. A. Rodríguez Peñuelas, *Marcos teóricos para el estudio de las ciencias económico administrativas*. Sinaloa, México: Juan Pablos Editor.

Muñoz, C., A. Giacomozzi (2011). Determinación del valor económico añadido: un modelo alternativo. *Contabilidad y Negocios*, 6(11), 31-48.

Myers, S. (1984). Capital structure puzzle. *NBER Working Paper Series(1393)*, 35. Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research.

Myers, S. (2001). Capital structure. *The Journal of Economic Perspectives*, 15, 81-102.

Myers, S., N. Majluf (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.

Namakforoosh, M. (2010). *Metodología de la investigación*. Segunda edición. México: Limusa.

- O'Byrne, S.F., S.S. Co. (1996). EVA and Market Value. *Journal of Applied Corporate Finance*, 9(1), 116-125.
- Ohlson, J.A. (1980). Financial ratios and the probabilistic prediction of Bankruptcy. *Journal of Accounting Research*, 18(1), 109-131.
- O'Regan, N., A. Ghobadian (January-april, 2007). Formal strategic planning: annual raindance or wheel of success? L. John Wiley & Sons (ed.), *Strategic Change*, 16, 11-22.
- Pavlíček, J. (2009). Corporate financial strategy in SMEs. *Proceedings of the World Congress on Engineering*, 2(July),1-3.
- Pavón, L. (2010). *Financiamiento a las microempresas y las pymes en México (2000-2009)*. Sección de Estudios de Desarrollo. Santiago de Chile: Naciones Unidas, CEPAL.
- Pol, G., R. Montserrat (2007). La valorización de empresas y establecimientos en el sector hotelero. *Conferencia Global en Negocios y Finanzas*. San José, Costa Rica.
- Porter, M. (2000). *Estrategia competitiva: técnicas para el análisis de los sectores industriales y de la competencia*. México: Continental.
- Ramezani, C., L. Soenen, A. Jung (2002). Growth corporate profitability and value creation. *Financial Analysts Journal*, 58-67.
- Rappaport, A. (2005). Economics of short-term performance obsession. *Financial Analysis Journal*, 61(3), 65-73.
- Rappaport, A. (2006). Ten ways to create shareholder value. *Harvard Business Review*, September, 1-13.
- Riaz, F., M. Afzal (2011). Financial factors in capital structure decisions: panel data analysis of Pakistan's major manufacturing sectors. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 3(1), 310-326.
- Rodríguez Peñuelas, M.A. (2010). *Métodos de investigación. Diseño de proyectos y desarrollo de tesis en ciencias administrativas, organizacionales y sociales*. México: Universidad Autónoma de Sinaloa.
- Rousseau, P. (2010). Joint acquisitions by financial and strategic buyers. *The Journal of Private Equity*, Winter, 53-60.
- Secretaría de Turismo (2006). Visión de la Secretaría de Turismo en el desarrollo de productos turísticos. México, 1-15).
- SECTUR (2014). *Resultados de la actividad turística, Ene-Dic 2013*. México.
- SECTUR (2012). *Diagnóstico Integral del turismo en Sinaloa*. Culiacán.

- Sekaran, U. (1992). *Research Methods for Business*. USA: John Wiley & Sons Inc.
- Shahmansuri, E., M. Gahnbari Shahraji (2013). A survey on financial strategies in corporations. *Universal Journal of Management and Social Sciences*, 3(9), 7-20.
- Stulz, R.M. (1996). Rethinking risk management. *Journal of Applied Corporate Finance*, 9(3), 8-24.
- Velázquez, F., W. Butze (2009). ¿Neutralidad o influencia indirecta del sistema financiero sobre la estructura de capital de las empresas? *Análisis Económico*, XXIV(55), 1-23.
- Vos, E. (1995). Risk, return and price: small unlisted businesses examined. *Small Enterprise Research*, 3(1). 112-120.
- Wacheux, F. (1996). *Méthodes qualitatives et recherche en gestion*. Económica.
- Walsh, K. (12 de 2003). Qualitative research. *Cornell Hotel & Restaurant Quarterly* (44), 66-75.
- Wilson, J. (1997). Economic Value Added (EVA). *UBS Global Research*, (May), 1-52.
- Worthington, A.C., T. West (2001). Economic value-added: a review of the theoretical and empirical literature. *Asian Review of Accounting*, 9(1), 67-86.
- Zambrano, V., C. Acuña (2011). Estructura de capital. Evolución teórica. *Criterio Libre*, 9(15),

