

RIESGO FINANCIERO Y PRECIO DEL MERCADO DE LAS ACCIONES

*Jesús Vázquez Abad**

En estos últimos años hemos presenciado un mayor interés por el estudio de la política financiera desde una perspectiva estratégica, como consecuencia de la creciente importancia que se le otorga a la misma en el logro de los grandes objetivos empresariales. Siguiendo esta línea de investigación, el presente trabajo tiene por finalidad analizar la influencia que supone una buena gestión financiera en la consecución de una mayor tasa de crecimiento, así como su incidencia en la valoración de la empresa a través de un incremento en el valor de mercado de las acciones, dentro de la estrategia global de la empresa.

Palabras clave: *política financiera, apalancamiento financiero, estrategia empresarial, financiación de la empresa, valoración de empresas, PER.*

Clasificación JEL: *G32, M21.*

1. Introducción

El estudio de los factores explicativos de las diferencias de crecimiento entre empresas pertenecientes a un mismo sector ha centrado en estos últimos años gran parte de las investigaciones realizadas por expertos en dirección estratégica. Dichos trabajos se han centrado en el análisis de variables externas a la empresa, tanto macroeconómicas como sectoriales, empujando el papel de la propia empresa, la cual, a través de sus propias decisiones, puede influir abiertamente en sus probabilidades de crecimiento. Este es, quizá, el motivo, junto con el gran número de variables que afectan al crecimiento de la organización, por el que ha sido imposible concretar con exactitud aquellos factores que más abiertamente inciden y a los que

la alta dirección debería presta mayor atención. A nuestro entender, uno de dichos factores lo constituye la política financiera que adopte la empresa, que repercute abiertamente sobre el cumplimiento de un amplio abanico de objetivos generales que afectan a todos los agentes implicados en el desarrollo de la organización, como accionistas, empleados, proveedores, clientes, etcétera.

Centrándonos en el objetivo del crecimiento, resulta obvio que la consecución de un crecimiento equilibrado a largo plazo es el mayor reto de las empresas actuales, pero también es la clave del triunfo empresarial. No obstante, dicho éxito pasa por aprovechar las distintas posibilidades de que dispone la empresa para igualar el crecimiento del mercado, a través de una buena manipulación de las variables asociadas al mismo.

En este sentido, la estrategia de la empresa se centra en la «búsqueda de un ritmo de desarrollo compatible con su capacidad de financiación y control del crecimiento» (Sallenave, 1993).

* Departamento de Organización de Empresas y Marketing. Facultad de Ciencias Empresariales. Universidad de Vigo.

Desde este punto de vista, dos son los grandes grupos de factores que limitan el objetivo del crecimiento empresarial: los factores humanos, que permiten la existencia de un crecimiento controlable, y los factores financieros, que facultan a la empresa el logro de un crecimiento sostenible¹. De ahí, que una de las grandes preocupaciones de los estudiosos estratégicos la constituya el acercamiento entre los postulados desarrollados por la teoría financiera sobre la obtención de fondos y su adecuación a las necesidades de la empresa y la estrategia competitiva, como guía de actuación encaminada al logro de los grandes objetivos empresariales, habida cuenta de que una de las grandes limitaciones para el logro de los mismos se deriva de la disponibilidad de recursos financieros.

2. Análisis del crecimiento basado en el riesgo financiero

Una primera lectura de la relación entre la función financiera de la empresa y el objetivo de crecimiento se puede obtener a partir de las variables asociadas a él, recogidas a continuación²:

$$G = \underbrace{\frac{BN}{Ventas}}_{\text{Margen sobre ventas}} \times \underbrace{\frac{Ventas}{Activo\ total}}_{\text{Intensidad de capital}} \times \underbrace{\left[1 + \frac{RA}{RP}\right]}_{\text{Apalancamiento financiero}} \times \underbrace{\left[1 - \frac{Dividendos}{BN}\right]}_{\text{Coeficiente de retención de beneficios (CRB)}}$$

Rentabilidad de los activos
Políticas financieras

¹ Para aquellas empresas que se encuentren en un entorno dinámico y con oportunidades de incremento continuado de sus ventas, es útil tener presente el concepto de «crecimiento sostenible». Por crecimiento sostenible se entiende la tasa de aumento del activo y de las ventas que la empresa puede soportar financieramente, es decir, refleja el ritmo al que pueden crecer las ventas de una empresa sin que se produzcan tensiones financieras, en tanto se mantengan constantes los ratios de beneficios, endeudamiento y reparto de beneficios. Para un desarrollo pormenorizado sobre el origen del crecimiento sostenible empresarial véase HIGGINS, R. (1977): «How Much Growth Can a Firm Afford?», *Financical Management*, otoño, páginas 7-16.

² Dicho esquema está desarrollado a partir de la expresión matemática del crecimiento sostenible presentada por SALLENAVE (1993):

$$G = RE \times CRB \times [1 + RA/RP] = \text{Rentabilidad económica} \times \text{Coeficiente de retención de los beneficios} \times \text{Palanca financiera}$$

donde:

- BN* = beneficio neto
- RA* = recursos ajenos
- RP* = recursos propios

Asimismo, en esta expresión aparecen representados los siguientes ratios:

- Margen sobre ventas o margen de beneficio, calculado como beneficio neto partido por ventas. El margen sobre ventas constituye un ratio financiero que refleja el nivel de los beneficios de la compañía en relación a las ventas. En este caso hemos utilizado el margen sobre ventas neto obtenido como el cociente entre el beneficio neto y las ventas.
- Ratio de intensidad de capital o rotación del activo total, obtenido a partir del ratio Ventas/Activo total. El ratio de rotación del activo total es una medida global de la relación entre los activos de una compañía y las ventas que generan, midiendo la eficacia en el uso de dichos activos.
- Rentabilidad de los activos totales o rentabilidad económica (*RE*). Mide la capacidad de la empresa para retribuir los capitales invertidos, ya sean éstos propios o ajenos. Viene definido por la siguiente relación:

$$[\text{Beneficio} + \text{Intereses de la deuda}] / \text{Activo total}$$

Este coeficiente es el resultado de los dos primeros ratios a los que hacíamos referencia: el margen sobre las ventas de la empresa y la rotación del activo total. Por lo tanto, los coeficientes impulsores de la rentabilidad económica de la empresa provienen de dos grandes campos: vía margen general sobre las ventas y vía rotación sobre los activos utilizados.

- Apalancamiento financiero. Dicho ratio mide el uso de títulos que portan una tasa de rentabilidad fija (limitada) para financiar una parte de los activos de una compañía, proporcionando una idea de la composición del pasivo o la distribución del mismo entre recursos ajenos o deuda y capital propio. Constituye, pues, una variable básica a la hora de determinar la estructura financiera óptima de la empresa. También se emplea como indicador del riesgo financiero de la misma, el cual viene

derivado del pago de intereses originados por la deuda (Keown, Petty, Scott y Martin, 1999). El ratio de endeudamiento se suele definir en la literatura financiera a través de distintas medidas, si bien, en nuestro trabajo aparece reflejado a través del cociente RA/RP^3 .

- Coeficiente de retención de beneficios (CRB), calculado a través de la expresión $[1 - Dividendos/BN]$, que mide la parte del beneficio empresarial que la empresa no reparte como dividendos, sino que destina a autofinanciación.

Así pues, si tenemos en cuenta la expresión anterior, las distintas posibilidades de que dispone una empresa para favorecer su objetivo de crecimiento dependerán básicamente de actuaciones encaminadas a:

- 1) Aumentar la tasa de retención de beneficios, esto es, disminuir la tasa de dividendos.
- 2) Mejorar la rentabilidad económica de la empresa, vía mejoras en el margen general sobre las ventas y/o el incremento de la ratio de rotación del activo utilizado.
- 3) Renegociar el coste de la deuda actual.
- 4) Incrementar la tasa de endeudamiento (siempre y cuando la rentabilidad económica de la inversión sea mayor que el coste de la deuda o de los recursos ajenos $[RE > k_f]$)⁴.

Además, y atendiendo tanto al enfoque tradicional, como al marco teórico desarrollado por Modigliani y Miller en 1958, la tasa de crecimiento se puede articular mediante la integración de dos subtasas: un crecimiento intrínseco, que tiene su base en la propia rentabilidad económica de la empresa, y un crecimiento extrínseco, que se centra, fundamentalmente, en la estructu-

ra financiera, dependiendo su montante y signo del nivel de endeudamiento que la compañía asuma.

De igual forma, el modelo de equilibrio de activos financieros fija el crecimiento sostenible para una empresa en base a dos componentes: una parte del crecimiento que se puede considerar común y accesible a toda clase de negocio, o lo que es lo mismo, un crecimiento libre de riesgo, y otra que se encuentra directamente implicado con el nivel de riesgo asociado a la propia actividad. Consiguientemente, el logro por parte de un negocio de un ritmo de crecimiento superior al de sus competidores, dependerá, básica y fundamentalmente, del crecimiento relacionado con el grado de riesgo sobre el particular asumido. Esto viene a explicar la expansión empresarial en función de los grados de riesgo, tanto económico como financiero (como se puede observar a partir de las variables del crecimiento, especialmente las variables tres y cuatro) que la empresa asume, riesgos relacionados, a su vez, con la naturaleza del sector en el que la empresa desempeña su actividad y con la correspondiente estructura financiera⁵.

En este último sentido, el profesor Guisado Tato (1993), para delimitar los grados de causalidad del crecimiento, derivados de los correspondientes niveles de riesgo económico y financiero, desarrolla una formulación donde se puede constatar cómo la tasa de crecimiento de la empresa va a venir dada por tres tipos diferentes de crecimiento basados en los distintos tipos de riesgos existentes, es decir, un crecimiento libre de riesgo o riesgo nulo, un crecimiento dependiente del riesgo económico, básicamente, y un crecimiento dependiente del riesgo financiero⁶, aspecto, este último, en el que centraremos este apartado.

A partir de todo lo expuesto anteriormente, resulta lógico pensar que el ritmo de expansión o crecimiento empresarial no es

³ Para un tratamiento más amplio del apalancamiento financiero y de las distintas medidas existentes véase BREALEY, MYERS y MARCUS (1996): *Principios de Dirección Financiera*, McGraw Hill, Madrid, páginas 421, 486-488 y 449.

⁴ No obstante, y dado que el incremento de la deuda (mayor grado de apalancamiento financiero), supone un mayor riesgo financiero, se puede caer en la tentación de tratar de incrementar la rentabilidad del negocio, a fin de sustentar el crecimiento de la empresa, intentando reducir los costes laborales, con el propósito de acometer el incremento del pago de la deuda asumida, lo que supondría conflictos sociales, o instrumentando políticas de ventas mucho más agresivas, lo que generaría un incremento del riesgo de insolvencia.

⁵ Desde la óptica de la teoría del equilibrio de activos financieros, las cuestiones mencionadas aparecen comprendidas en la pertinente beta del capital propio de una empresa financiada parcialmente con deuda, β_L , la cual evalúa el nivel de riesgo del mencionado capital propio.

⁶ A este respecto se puede consultar GUIADO TATO (1993): «La tasa de crecimiento sostenible en los contextos de MODIGLIANI y MILLER y la teoría de los equilibrios financieros: crecimiento, riesgo y estrategia competitiva», *ESIC Market*, julio-septiembre, páginas 133-146.

ajeno a las estructuras de activo y pasivo con las que la empresa se maneja, ya que las mismas son uno de los determinantes fundamentales de los riesgos en los que la empresa se desenvuelve.

Además, para muchos autores (Myers, 1984; Myers y Majluf, 1984; Baskin, 1989) el orden establecido por la teoría de la jerarquía financiera (Pecking Order Hypothesis) en las fuentes financieras utilizadas por las empresas (autofinanciación, deuda y capital propio) implica suponer que las grandes inversiones, encaminadas a sustentar el proceso de crecimiento, estén asociadas con un aumento de la ratio de endeudamiento, ya que es probable que la empresa no genere fondos internos suficientes para financiar este crecimiento, por lo que recurrirán a la segunda fuente financiera en orden de preferencia.

Sin embargo, diversos estudios empíricos demuestran que tanto el crecimiento potencial como el riesgo operativo han sido dos variables que se han venido mostrando más significativas en cuanto al grado de endeudamiento de la empresa, arrojando una relación de signo inequívocamente negativo (Rodríguez Sanz y Vallelado González, 1994). Con respecto al crecimiento potencial, diremos que las empresas con mayores oportunidades de crecimiento tienden a usar menos deuda, lo cual es pertinente con la hipótesis de infrainversión de Myers⁷. En este sentido, la teoría financiera de la agencia establece como uno de los principales costes de agencia de la deuda el coste de subinversión, entendido como el rechazo de inversiones rentables si se considera que los principales beneficiarios de las mismas son los acreedores. Este coste será superior en las empresas con una proporción más alta del valor de mercado de su activo materializado en «oportunidades de crecimiento o inversión» frente a los activos tangibles (Jensen, 1986; Bergman y Callen, 1991).

Una posible respuesta a esta actitud, por parte de las empresas de rápido crecimiento, denominadas empresas «gacelas», es la tendencia a subordinar los riesgos económico y financiero al riesgo competitivo. Con ello, queremos plantear que dichas organizaciones asumen un mayor riesgo económico que las empresas «normales», y, en algunos casos, un elevado riesgo financiero, derivado de las posibles necesidades que puedan experimentar para conseguir financiar tan alto crecimiento, con tal de no dañar su posición competitiva y cortar su crecimiento. No obstante, se deduce, por los resultados obtenidos de las mismas, que se encuentran en una mejor posición competitiva. Las principales causas de su resultado pueden corresponderse a que:

- 1) Actúan en actividades de menor valor añadido.
- 2) Subordinan el riesgo económico y financiero al riesgo competitivo.
- 3) Crecen en la crisis y generan empleo.
- 4) Tienen menor estructura fija y endeudamiento a corto plazo a mayor nivel. Usan una masa proporcionalmente mayor de activos circulantes que de activos fijos.
- 5) Rotan mejor los *stocks* y tratan de aumentar la financiación propia y permanente. Los fondos propios crecen en una mayor proporción que la financiación permanente.

Asimismo, dicha categoría de empresas presenta habitualmente una rentabilidad creciente y una mayor rotación de sus activos. Por ello, en estas situaciones, no necesitan acudir habitualmente a fuentes de financiación ajenas, dadas las grandes posibilidades de autofinanciarse. Una posible explicación a esta excepción la podemos encontrar en la propia teoría de la jerarquía financiera (Pecking Order Theory), a partir del supuesto inicial de partida que establece que las empresas prefieren emitir deuda únicamente como segunda opción para financiar el crecimiento, después de la autofinanciación y antes que la emisión de capital propio, en el caso en que la financiación interna sea insuficiente. Así pues, las empresas más rentables, generalmente se endeudan menos porque no necesitan dinero del exterior, dada la alta generación de recursos internos, lo que influye en que no tengan que preocuparse por que los objetivos

⁷ Las oportunidades de crecimiento son activos de capital que añaden valor a la empresa mientras ésta exista, pero su desaparición llevará a la empresa a la bancarrota. Por lo tanto, los costes de bancarrota serán mayores para empresas con mejores oportunidades de crecimiento. Ya que unos costes de bancarrota más altos implican un apalancamiento financiero óptimo más bajo, nosotros deberíamos observar una asociación empírica inversa entre oportunidades de crecimiento y apalancamiento financiero.

de ratios de endeudamiento sean más bajos; en otras palabras, la política de financiación estaría regida por un «orden de jerarquía» que hace que las empresas acudan a las fuentes de más fácil obtención, agotándolas antes de pasar a las siguientes. En este sentido las preferencias de captación de fondos siguen el siguiente orden: primero retención de beneficios, luego deuda y, finalmente, emisión de acciones. Esto explica que las empresas menos rentables emitan deuda porque no tengan suficientes fondos internos para su programa de inversión de capital, y el por qué la financiación mediante deuda ocupa la forma preferida por las organizaciones como fuente de financiación externa⁸. Resulta palmario que la utilización de este criterio repercute en la estructura financiera de los negocios. Siendo los beneficios retenidos la fuente de más fácil obtención, éste es el recurso que se utiliza primero, aún cuando no se los necesite, con lo que se tiende a un endeudamiento decreciente. Si ese conducto es insuficiente se opta por la deuda, lo que produce una tendencia opuesta hacia un mayor apalancamiento. Agotada esta última vía se acude, entonces, a una ampliación de capital, que disminuye el apalancamiento. Sin embargo, Jensen y Meckling (1976) reconocen que la jerarquía no ofrece en modo alguno una explicación integral de la política financiera de la empresa⁹.

⁸ Véase BREALEY, MYERS y MARCUS (1996): *Principios de Dirección Financiera*; McGraw Hill, páginas 415-449.

⁹ Aunque, generalmente, se acepta como explicación fundada de las repercusiones de la emisión de nuevas acciones sobre el precio de la acción, la teoría modificada de la jerarquía de Myers y Majluf no es consistente con las observaciones empíricas. Por ejemplo, esta teoría predice que la caída en el precio de la acción será máxima en el caso de emisión de acciones, menor en la emisión de deuda convertible y mínima en el caso de emisión directa, pero este patrón continuamente decreciente no ha podido confirmarse a través de estudios empíricos (RYEN, VASCONCELLOS y KISH, 1997: 45).

Las desviaciones respecto de la jerarquía tienden a producirse cuando se esperan altos niveles futuros de asimetría de la información; en cambio, serán menos probables si se emplean tasas más altas de descuento, pues este factor reduce el valor asignado a los proyectos futuros de VAN positivo. Esto parece indicar que las empresas tenderán a seguir el orden jerárquico de forma más rigurosa en los períodos de altos tipos de interés. Por otra parte, unos tipos de interés futuros esperados más bajos aumentarán el valor de los flujos de caja futuros e inducirán a más empresas a saltarse el orden jerárquico (emitir acciones primero) y reservar fondos internos y capacidad de endeudamiento para su utilización futura.

Asimismo, además de todas aquellas empresas con un «alto crecimiento» que rara vez utilizan mucha deuda, a pesar de su rápida expansión y de los fuertes requerimientos de capital que a menudo tienen que llevar a cabo para financiar dicho crecimiento (Rodríguez Sanz y Valledado González, 1994), nos encontramos con todas aquellas empresas con activos intangibles o con buenas oportunidades de crecimiento y, consiguientemente, superiores ratios de valoración, que también tienden a recurrir en menor medida al endeudamiento, en cierta manera derivado de las propias características de dichos activos. De igual forma, una valoración positiva por parte del mercado es sinónimo de una elevada capacidad de generación de recursos internos y, por lo tanto, permite prescindir de la financiación sobre la base de deuda, lo cual viene a corroborar la nueva teoría del orden de preferencias financieras¹⁰.

De cualquier modo, y a pesar de las posibles excepciones que nos podamos encontrar, los objetivos de crecimiento —originales o revisados— están condicionados por la rentabilidad de las operaciones y las políticas financieras. Más allá de las distintas fórmulas de matemática financiera con las que se quiera calcular ese crecimiento, lo importante es reconocer el condicionamiento mutuo entre el crecimiento y la estructura financiera, y los requerimientos que se imponen sobre la financiación de terceros y sobre los accionistas (Becerra Olmos, 1996). Conjuntamente, éstas determinan un límite de crecimiento internamente sostenible. Para sobrepasarlo, o en el caso de que el potencial de crecimiento cree tensiones, la empresa deberá contemplar acciones de otro tipo, como, por ejemplo, ampliaciones de capital social, aunque ésta sea la senda menos preferida por las empresas, tal y como indica la teoría de la jerarquía financiera, es decir, cambiar su política financiera y/o dividendos. La sobreexpansión, o crecimiento

¹⁰ Estos son los resultados de la estimación realizada por RODRIGUEZ SANZ y VALLEDADO GONZALEZ que aparecen en su artículo «Problemas de agencia y endeudamiento en la empresa española», *Anales de Estudios Económicos y Empresariales*, Universidad de Valladolid, número 9, año 1994, páginas 9-35.

por encima de las posibilidades financieras, inicialmente genera una mejora de la posición económica, pero el aumento creciente de la carga financiera acaba deteriorando la cuenta de resultados de la empresa. De ahí la necesidad de estimar el crecimiento sostenible que financieramente puede soportar la empresa¹¹.

3. Cálculo de la tasa de crecimiento dependiente del riesgo financiero: crecimiento sostenible

Por lo que respecta al crecimiento sostenible de la empresa, definido como una tasa a la que una empresa puede crecer sin aumentar o disminuir su apalancamiento financiero y sin emitir nuevas acciones ordinarias, está limitado por la rentabilidad sobre los recursos propios (*RF*)¹². Así pues, en el caso de que la empresa decidiera retener la totalidad de sus beneficios, los recursos propios podrían crecer a un ritmo máximo igual a la rentabilidad que la empresa obtiene

sobre los mismos. Es decir, siendo *G* la tasa de crecimiento sostenible:

$$G = GS = GA = GE = RF$$

donde:

GS = crecimiento de las ventas.

GA = crecimiento del activo.

GE = crecimiento del patrimonio.

Ahora bien, la retención total de los beneficios no es la práctica más frecuente entre empresas de negocios. La mayoría de las que obtienen beneficios suelen repartir una fracción de los mismos a sus accionistas en forma de dividendos. Cabe destacar, sin embargo, que son numerosas las investigaciones que llegan a la conclusión de que la emisión de deuda puede retraerse en el caso en que la tasa de distribución adquiera una especial relevancia (Rodríguez Sanz y Vallelado González, 1994). Una posible explicación la podríamos encontrar en que altas tasas de distribución de beneficios se corresponden con empresas que presentan una elevada generación de recursos, las cuales no necesitan acudir a fuentes de financiación ajena. Asimismo, Rodríguez Sanz y Vallelado González (1994) concluyen que cuanto mayor sea el crecimiento potencial menor será la utilización de deuda por parte de las empresas. Ello se debe a que un gran crecimiento potencial por parte de una empresa suele traducirse en una mayor asimetría informacional entre accionistas y obligacionistas, lo que propicia la posibilidad de que su equipo directivo realice cambios en su estructura de inversión que impliquen una transferencia de riqueza desde los acreedores a los propietarios de la empresa.

En este caso, el crecimiento de los recursos propios se ve mermado por la cuantía del llamado coeficiente de distribución de beneficios (*CDB*), entendido como la fracción de los beneficios que se destina a dividendo. Por lo tanto, la política de dividendos es otro factor más, determinante del crecimiento sostenible. A tal efecto, cabe señalar que el alto crecimiento de las

¹¹ El crecimiento máximo de una empresa, sin deteriorar su posición financiera, es proporcional al incremento de sus recursos propios. Por tanto, éste será el máximo crecimiento sostenible a largo plazo. Si los accionistas no aportan nuevos recursos a la empresa, el incremento de los recursos procederá solamente de los beneficios retenidos. En este caso, el crecimiento sostenible a largo plazo coincidirá con el crecimiento autosostenible, es decir, el debido a los beneficios retenidos.

¹² Con respecto al tema que aquí nos ocupa, es importante reconocer el condicionamiento mutuo existente entre crecimiento y estructura financiera, así como, los requerimientos que se imponen sobre la financiación de terceros y sobre los accionistas. Si el potencial existente de crecimiento crea tensiones sobre las actuales políticas, para atenderlo habría que cambiar las políticas de endeudamiento y/o de dividendos. De este modo, una estrategia de crecimiento sostenible debe buscar siempre la cuádruple igualdad de las tasas de crecimiento de la demanda, de las ventas, del activo y del patrimonio. Es decir, un aumento de activo debe de ir seguido de un aumento igual del pasivo y del patrimonio. Es verdad que se podría imaginar una situación en la cual el endeudamiento cada día más importante permitiría por sí solo financiar el crecimiento. Sin embargo, tal situación aumentaría el riesgo financiero de la empresa y pondría en peligro su independencia financiera. Por tanto, una estrategia sana trata de mantener el equilibrio entre las masas del balance: equilibrio entre el activo corriente y el pasivo corriente, equilibrio entre el activo fijo y el patrimonio y pasivo a largo plazo. Para mayor información ver SALLENAVE (1993), capítulo 6.

empresas japonesas se ha debido, en gran parte, a la forma de remuneración de sus accionistas, que está asegurada principalmente a través de las ganancias de capital, en detrimento de una preeminencia de la política de dividendos. Cabe reseñar que para el período comprendido entre 1983 y 1990 la tasa media de dividendos no pasó del 10,7 por 100 en Japón, frente al 19,8 en Estados Unidos¹³.

Asimismo, y desde el punto de vista de los accionistas, unos repartos de dividendos pequeños permiten ahorros significativos de impuestos para los mismos, siempre y cuando el tipo impositivo a aplicar por la ganancia patrimonial derivada de la venta de la acción sea inferior al tipo marginal del rendimiento del capital mobiliario de la participación.

Por otro lado, la retención de beneficios en la empresa libera fondos para la financiación de los planes de inversión y para la promoción del crecimiento sostenible de las ventas. En definitiva, lo que queremos resaltar es el hecho de que la adopción de políticas de dividendos conservadoras favorece, en la mayoría de las ocasiones, el crecimiento sostenible de las ventas y de los resultados, dando lugar a una disminución de las necesidades financieras externas por parte de la empresa. Asimismo, supone un incentivo para los miembros de las empresas con el fin de encontrar nuevas vías para aumentar la rentabilidad operacional, consolidando el desarrollo organizacional.

Así pues, la introducción de dicha política de reparto de dividendos, a través de la introducción del coeficiente de distribución de beneficio (*CDB*), modifica la expresión del crecimiento sostenible del modo siguiente, trasladando el efecto del apalancamiento financiero a la noción de crecimiento sostenible:

$$G = RF \times CRB = (BN/RP) \times CRB \quad [1]$$

donde, el coeficiente de retención de beneficios (*CRB*)¹⁴ es igual a:

$$CRB = 1 - \text{Dividendos}/BN$$

siendo, el beneficio neto de la empresa (*BN*):

$$BN = RE \times AT - k_f \times RA \quad [2]$$

Sustituyendo el activo total (*AT*) en la anterior expresión por los dos componentes del pasivo (*RP + RA*), se obtiene:

$$BN = RE \times (RP + RA) - k_f \times RA \quad [3]$$

Si en [1] reemplazamos *BN* por su expresión de [3] nos queda la tasa de crecimiento sostenible de la siguiente manera:

$$G = (RE + RA/RP (RE - k_f)) \times CRB = RE \times CRB + RA/RP (RE - k_f) \times CRB \quad [4]$$

Es decir:

$$G = \text{Crecimiento intrínseco} + \text{Crecimiento extrínseco}$$

Así pues, en el supuesto de que la empresa no tuviera deuda (*RA = 0*), su tasa de crecimiento sostenible será igual a la rentabilidad económica multiplicada por la tasa de retención, coincidiendo con la tasa de crecimiento intrínseco. No obstante, al utilizar la palanca financiera la empresa puede mejorar su tasa de crecimiento sostenible, añadiendo a su crecimiento intrínseco un factor de crecimiento extrínseco, partiendo del hecho de que toda tasa de crecimiento sostenible está formada por un crecimiento intrínseco, derivado de la propia rentabilidad económica de la empresa, es decir, de la propia capacidad de sus activos, y de un crecimiento extrínseco, procedente de la propia estructura financiera, dependiendo su monto y su signo de la correspondiente utilización de la capacidad de endeudamiento de la empresa y del diferencial existente entre la rentabilidad

¹³ En el caso de inversores institucionales, con quien las empresas japonesas mantienen relaciones comerciales, los beneficios en forma de mejores relaciones contractuales y menores costes de transacción comerciales constituyen vías adicionales de retribución. El establecimiento de acuerdos estables permite reducir los costes de transacción sin necesidad de integrarse verticalmente, con lo que se ganará en flexibilidad y especialización.

¹⁴ $CRB = (1 - CDB) = 1 - \text{Dividendos}/BN$

económica que la misma es capaz de generar y la remuneración a la que tiene que enfrentarse por la utilización de la deuda asumida (k_f). Este último será positivo si, y solamente si, el coste de los recursos ajenos es inferior a la tasa de rentabilidad económica ($RE > k_f$). En definitiva, mientras algunas empresas forjan su crecimiento sostenible basándose en el crecimiento intrínseco, atendiendo a la capacidad de sus activos, otras se centran en el crecimiento extrínseco como eje básico para su desarrollo futuro, en base a aspectos relacionados con su política financiera y su capacidad de endeudamiento, si bien, en la mayoría de los casos, las empresas hacen hincapié en ambos factores, actuando el crecimiento extrínseco como refuerzo del crecimiento intrínseco.

Además, dicha expresión pone de manifiesto el carácter independiente de las múltiples políticas financieras y su repercusión en los objetivos más globales de la empresa. Desde este punto de vista puede ser de utilidad para poner de manifiesto posibles inconsistencias entre los planes de negocio a largo plazo y los programas financieros que deben prestarle apoyo.

De esta manera, podemos ver cómo el entorno económico influye en gran medida sobre la composición del crecimiento. Así, por ejemplo, a causa de las estructuras bancarias y de las relaciones gobierno-empresa imperantes en Japón, podemos admitir que las empresas de este último país basan más su crecimiento sostenible en factores de carácter extrínseco que sus homólogas norteamericanas. La importante palanca financiera de las empresas japonesas multiplica su crecimiento sostenible, permitiendo que sigan el crecimiento de la demanda durante un periodo de expansión, mientras que sus competidores internacionales a veces no lo pueden hacer, siendo el crecimiento de estas últimas (GA) inferior al crecimiento de la demanda (GD), lo que denota una pérdida de poder competitivo para las mismas.

$$GA < GD$$

Pero el crecimiento extrínseco es válido para entornos estables, sin inflación, ya que la inflación desgasta la rentabilidad

económica. Si al mismo tiempo, el gobierno trata de combatirla subiéndole los tipos de interés, todo ello redundará en un incremento del coste de la deuda para la empresa, por ser el tipo de interés que fija el banco central un referente importante del coste de la deuda; así pues, un repunte inflacionario nos puede llevar a la obtención de un diferencial ($RE - k_f$) negativo. De esta manera, si el crecimiento extrínseco se vuelve negativo, acabará afectando al crecimiento intrínseco y menoscabando el crecimiento sostenible.

Llegados a este punto, si definimos la rentabilidad económica después del pago de los gastos financieros, obtenemos que:

$$RE = BN / AT \quad [5]$$

Entonces:

$$BN = RE \times AT = RE \times (RP + RA) \quad [6]$$

Sustituyendo en [1] el BN por su expresión anterior [6], obtenemos:

$$G = \frac{RE(RP + RA)}{RP} \times CRB = RE \times \left[1 + \frac{RA}{RP} \right] \times CRB \quad [7]$$

Esta expresión última del crecimiento sostenible nos recuerda de nuevo que en un entorno donde un mayor apalancamiento parece inviable y la dirección desea mantener estables las políticas de dividendos, toda la responsabilidad por ampliar los límites del crecimiento recae sobre la RE . Cualquiera de estos tres elementos constituyen un factor importante sobre el que actuar para conseguir un crecimiento estable.

En la medida en que la rotación de los activos refleja el grado de eficiencia en la utilización de los recursos empleados, las empresas más rentables en las distintas industrias se caracterizan por ser más eficientes que sus competidores, dado que, proporcionalmente, consiguen un volumen de ventas superior para un nivel de inversión equivalente. Por otra parte, un margen superior en las empresas más rentables

revela la existencia de ventajas competitivas en términos de coste o diferenciación. De acuerdo con la llamada Teoría de los recursos, la naturaleza y sostenibilidad de esas ventajas competitivas se explican sobre la base de la existencia de recursos y competencias distintivas específicas de las empresas, que otorgan el carácter de únicas, relativamente escasas con respecto a su demanda en la industria y difíciles de imitar por la competencia (Wernerfelt, 1984; Grant, 1991; Peteraf, 1993; Ventura, 1994). Gran parte de esos recursos son de naturaleza intangible, muchos de los cuales se basan en la información. Así pues, en estos últimos años han adquirido especial importancia para la empresa activos como la reputación de la misma (protegida por el derecho de marca); el conocimiento acumulado incrementalmente, tanto a escala individual como colectivo, y tanto de tipo tecnológico (patentes, *know-how*, ...) como organizativo (rutinas y cultura organizativa); o la red de distribución comercial y aprovisionamiento concebida por la empresa.

A esta misma conclusión se puede llegar a partir de la expresión [1] ($G = RF \times CRB$), teniendo en cuenta la relación entre la RF y el k_e (coste del capital propio) de la empresa. De tal manera, atendiendo a su posible crecimiento extrínseco, resulta de interés el análisis de cómo el apalancamiento financiero, en tanto en cuanto la rentabilidad percibida por los accionistas sea mayor que el coste de los recursos propios ($RF > k_e$), incrementa el ritmo de crecimiento que la empresa puede sostener, mediante la potenciación de un crecimiento extrínseco, facilitando su desarrollo cuando las condiciones del ciclo económico posibiliten la expansión de los negocios. Sin embargo, cumple reseñar que no sólo se derivan efectos positivos del apalancamiento financiero, ya que un crecimiento excesivamente fundamentado en el endeudamiento puede poner en peligro la supervivencia de la empresa en los períodos de estanflación, por cuanto, en tales circunstancias, la caída de la actividad económica tiende a erosionar la rentabilidad financiera, a lo que se une el efecto provocado por los accionistas (ya que mayores niveles de endeudamiento harán que el incremento en el

nivel de riesgo suponga que los accionistas exijan un k_e más alto) y si se añade la elevada inflación sobre el coste del capital propio (k_e), presionándolo al alza, hacen que el diferencial ($RF - k_e$) pueda tornarse negativo. Además, como la empresa detenta un elevado ratio de apalancamiento, el resultado final puede ser un crecimiento extrínseco voluminoso y negativo, el cual, en algunos casos, puede transformar la tasa de crecimiento sostenible a unos términos globales netamente contractivos.

4. El crecimiento sostenible y su impacto en la valoración de la empresa

Igualmente, hay que poner de manifiesto el gran peso que el diferencial ($RF - k_e$), y consiguientemente la política financiera, tiene sobre la valoración de la empresa, muy lejos de lo afirmado por Modigliani y Miller en 1958, sobre la irrelevancia de la estructura de capital. A este respecto, Higgins (1977) señala que el apalancamiento financiero representa un importante papel en los resultados para el accionista, así como en el cumplimiento de los objetivos estratégicos, argumentando que si el apalancamiento puede servir para comunicar a los inversores la confianza de la dirección en el poder adquisitivo de la empresa, nadie cuestiona la influencia que también puede tener sobre los precios de las acciones de una empresa una variación del apalancamiento financiero¹⁵.

Para que una empresa se venda por encima de su valor patrimonial es condición necesaria que $RF > k_e$. Es decir, una empresa vale más que los activos netos que posee —y por lo tanto crea valor para sus accionistas— si es capaz de obtener de su negocio una rentabilidad mayor de la que el mercado exige como tasa competitiva. Por otra parte, el crecimiento es beneficioso, esto es, aumenta la valoración si, y sólo si, $RF > k_e$.

¹⁵ En este sentido, cabe señalar la importancia que representa en la remuneración de los nuevos recursos externos, ya que un apalancamiento financiero alto, junto con una baja rentabilidad, obligará a la empresa a ofrecer una remuneración superior (PIZARRO y ALFONSO, 1991: 429).

Cuando $RF < k_e$, el crecimiento empeora la valoración: cuanto más rápido crezca la empresa, menor será el múltiplo que el precio de mercado suponga sobre el valor contable. Por último, el crecimiento no incide sobre la valoración de la empresa cuando $RF = k_e$; en tal caso, las acciones de la empresa se venderán siempre a su valor contable o patrimonial, es decir, el valor de mercado de la acción coincidirá con el valor contable (Ballarín, 1993).

La explicación a lo anterior la podemos obtener partiendo de la fórmula del PER (*price earnings ratio*), definido como la relación existente entre el valor de mercado de las acciones, o capitalización bursátil de una empresa, dividido por el beneficio de la misma después de intereses e impuestos:

$$PER = \frac{P}{BN} \quad [8]$$

donde:

P = precio de mercado o capitalización bursátil

BN = beneficio neto

Así, el valor de una empresa calculado mediante la actualización de los dividendos de la misma, considerando que éstos crecen a una tasa constante g y la vida de la empresa es ilimitada, será:

$$P = \frac{D_1}{[k_e - g]} \quad [9]$$

siendo:

D_1 = dividendo del año 1.

k_e = coste del capital propio.

g = tasa anual de crecimiento constante de los dividendos.

Si se tiene en cuenta que la RF se puede definir como¹⁶:

$$RF = \frac{BN}{VC} \quad [10]$$

donde:

VC = valor contable del capital propio de la empresa

A su vez, CDB (coeficiente de distribución de beneficio) es el *pay out* o proporción de los beneficios que se distribuye como dividendo.

$$CDB = \frac{D_1}{BN} \quad [11]$$

En una empresa en la que todo crece a una tasa g constante¹⁷, la cual a largo plazo ha de coincidir con la tasa de crecimiento sostenible (G), y con la rentabilidad de sus inversiones (RF) constante, la relación entre el crecimiento sostenible G y el coeficiente de distribución de beneficio (CDB) viene dada por¹⁸:

$$G = RF \times [1 - CDB] \quad [12]$$

Despejando en la anterior ecuación se tiene la siguiente expresión para definir el CDB :

$$CDB = \frac{[RF - G]}{RF} \quad [13]$$

Si en [8] se sustituye CDB por su expresión de [9], el PER queda como:

$$PER = \frac{D_1}{[k_e - G] \times BN} \quad [14]$$

Sustituyendo por el valor de [11] queda:

$$PER = \frac{CDB}{[k_e - G]} \quad [15]$$

¹⁶ Es el cálculo basado en la diferencia entre el activo y los recursos ajenos según datos del balance de la empresa.

¹⁷ Hemos de tener en cuenta que dicha tasa de crecimiento g ha de coincidir a largo plazo con la tasa de crecimiento sostenible de la empresa (G), ($g = G$).

¹⁸ No debemos olvidar que el crecimiento de la empresa está ligado a la rentabilidad de la reinversión – recursos generados no distribuidos.

Si en la expresión [15], se sustituye *CDB* por su expresión [13] queda que el *PER* es:

$$PER = \frac{[RF - G]}{RF \times [k_e - G]} \quad [16]$$

Como la rentabilidad financiera se puede expresar según [10], queda que:

$$PER = \frac{[RF - G]}{[k_e - G] \times [BN/VC]} \quad [17]$$

En el primer término se pone la expresión del *PER* que figura en [8], entonces:

$$\frac{P}{BN} = \frac{[RF - G]}{[k_e - G] \times [BN/VC]} \quad [18]$$

Despejando se obtendría:

$$\frac{P}{VC} = \frac{[RF - G]}{[k_e - G]} \quad [19]$$

Así pues, como se desprende de la expresión anterior, se puede afirmar que una empresa crea valor para sus accionistas si $RF > k_e$, donde k_e es el coste del capital propio para la empresa, considerado por los accionistas como la rentabilidad mínima que le exigen a su inversión. De esta forma, el hecho de que la *RF* sea mayor que el coste del capital exigido por los accionistas redundará en un incremento del precio de las acciones en el mercado, el cual será superior al valor teórico de las mismas, lo que conlleva la creación de valor para el accionista¹⁹.

En este supuesto, el precio de mercado de la acción (*P*) > Valor capital de la misma (*VC*). De esta forma se puede afirmar que el crecimiento de negocio magnifica —pero no altera— el efecto de este diferencial ($RF - k_e$). Si el antedicho diferencial es positivo, una mayor tasa de crecimiento aumenta la creación de valor para la empresa, de esta forma, si $RF > G$ (tasa de crecimiento) supone una mayor generación de caja para la empresa. En cambio, si el diferencial es negativo, un mayor crecimiento supone una disminución del cociente *P/VC*, fruto de la destrucción de valor.

5. Conclusiones

En la primera parte de este trabajo se ha puesto de manifiesto la importancia que supone la consideración de la función financiera ante el cumplimiento de objetivos como el crecimiento o el logro de una mayor valoración de las acciones de la empresa. Las conexiones entre las decisiones estratégicas —y consiguientemente los objetivos hacia los que se encaminan dichas decisiones— y las decisiones financieras resultan más fuertes de lo que normalmente se supone.

Otro de los aspectos tratados ha sido el análisis de la relación existente, así como su signo, entre el nivel de endeudamiento y el crecimiento. Igualmente, se puso de manifiesto el hecho de que una parte importante del crecimiento de la empresa se debe al crecimiento dependiente del riesgo financiero asumido por la misma a través del mayor o menor grado de osadía contemplado por la organización a la hora de configurar su estructura de pasivo, siendo lo más aconsejable el logro de un crecimiento sostenible, del que se beneficiarían todos los agentes implicados en el desarrollo de la empresa. De esta manera se compatibilizaría el que los empleados gocen de una mayor permanencia en el empleo junto con una garantía de incremento salarial, que los proveedores disfruten de una mayor estabilidad en la relación comercial y que los clientes obtengan nuevos productos y de mejor calidad a precios moderados, mientras que los bancos serían debidamente retribuidos por el apoyo prestado y, por último, los accionistas recibirían retornos totales elevados en sus inversiones.

¹⁹ La existencia de una *RF* superior al coste del capital de la empresa es considerada por los posibles accionistas como algo positivo, redundando en un incremento del precio de mercado de las acciones por encima del valor teórico de las mismas, al tener en cuenta para la fijación del precio de mercado la actualización de los *cash flows* futuros de la empresa.

De igual forma, una política financiera adecuada puede neutralizar algunos efectos negativos que pueden tener ciertos factores, como por ejemplo la inflación, el tipo de interés, etcétera, sobre estrategias encaminadas al logro de mayores cuotas de crecimiento.

Por último, hemos querido poner de manifiesto el peso que tiene una buena política financiera sobre la valoración de las acciones de la empresa; así como las distintas circunstancias en las que el crecimiento incide sobre dicho objetivo. Concluyendo que el efecto sobre la creación de valor para los accionistas provocado por una buena orquestación del pasivo es algo más fuerte que lo que generalmente se estima a través de simples expresiones cuantitativas dirigidas al cálculo de dicha relación, habida cuenta del efecto que dicha política ejerce sobre otras variables, que a su vez inciden en el logro de dichos objetivos.

Referencias bibliográficas

- [1] BALLARIN, E. (1993): «Estrategia financiera», *Enciclopedia de dirección y administración de la empresa*, tomo I, Editorial Orbis, páginas 545-564.
- [2] BASKIN, J. (1989): «An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis», *Financial Management*, primavera, páginas 68-71.
- [3] BECERRA OLMOS, M. (1996): «¿Cuál es la estructura financiera óptima de una empresa?», *Estrategia Financiera*, número 124, diciembre, páginas 6-11.
- [4] BERGMAN, Y. Z. y CALLEN, J. L. (1991): «Opportunistic Underinvestment in Debt Renegotiation and Capital Structure», *Journal of Financial Economics*, número 29, marzo, páginas 137-171.
- [5] BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. y MARCUS, A. J. (1996): *Principios de dirección financiera*, McGraw Hill, Madrid.
- [6] GRANT, R. M. (1991): «The Resource-based Theory of Competitive Advantage», *California Management Review*, volumen 33, páginas 114-135.
- [7] GUISTADO TATO, M. (1993): «La tasa de crecimiento sostenible en los contextos de Modigliani y Miller y la teoría de los equilibrios financieros: crecimiento, riesgo y estrategia competitiva», *Esic Market*, julio-septiembre, páginas 133-146.
- [8] HIGGINS, R. (1977): «How Much Growth Can a Firm Afford?», *Financial Management*, otoño, páginas 7-16.
- [9] JENSEN, M. C. (1986): «Agency Costs and Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers», *American Economic Review*, volumen 76, número 2, páginas 323-329.
- [10] JENSEN, M. y MECKLING, W. (1976): «Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Structure», *Journal of Financial Economics*, volumen 3, octubre, páginas 305-360.
- [11] KEOWN, A.; PETTY, J. W.; SCOTT, D. F. y MARTIN, J. D. (1993): *Introducción a las finanzas. La práctica y la lógica de la administración financiera*, 2ª edición, Prentice Hall Iberia, Madrid.
- [12] MODIGLIANI, F. y MILLER, M. H. (1958): «The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment», *American Economic Review*, volumen 48, junio, páginas 261-297.
- [13] MYERS, S. C. (1984): «The Capital Structure Puzzle», *Journal of Finance*, volumen 39, número 3, julio, páginas 575-592.
- [14] MYERS, S. C. y MAJLUF, N. (1984): «Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Don't Have», *Journal of Financial Economics*, número 13. Traducción en español de Antonio BONET en *Cuadernos Económicos de ICE*, número 42, 1989/2, páginas 77-108.
- [15] PETERAF, M. A. (1993): «The Cornerstones of Competitive Advantage: A Resource-based View», *Strategic Management Journal*, volumen 14, páginas 179-191.
- [16] PIZARRO MONTERO, T. M. y ALFONSO LOPEZ, J. L. (1991): *Presentación y análisis de los estados financieros. Una visión práctica*, Ediciones Ciencias Sociales, Madrid.
- [17] RODRIGUEZ SANZ, J. L. y VALLELADO GONZALEZ, E. (1994): «Problemas de agencia y endeudamiento en la empresa española», *Anales de Estudios Económicos y Empresariales*, Universidad de Valladolid, número 9, páginas 9-35.
- [18] RYEN, G. T.; VASCONCELLOS, G. M. y KISH, R. J. (1998): «Capital Structure Decisions: What Have We Learned», *Business Horizons*, volumen 40, número 4, septiembre-octubre, páginas 41-50.
- [19] SALLENAVE, J. P. (1993): *Gerencia y planeación estratégica*, Grupo Editorial Norma, Bogotá, Colombia.
- [20] VENTURA VICTORIA, J. (1994): *Análisis competitivo de la empresa: un enfoque estratégico*, Editorial Cívitas, Madrid.
- [21] WERNERFELT, B. (1984): «A Resource-Based View of the Firm», *Strategic Management Journal*, volumen 5, páginas 171-180.