

UNIVERSIDAD DR. JOSÉ MATÍAS DELGADO

CENTRO DE INVESTIGACIONES EN CIENCIAS Y HUMANIDADES

CICH

DERECHOS DE PUBLICACIÓN

PUBLICADO BAJO LA LICENCIA CREATIVE COMMONS

[Reconocimiento-NoComercial-CompartirIgual 4.0 Internacional](https://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0/)



“No se permite un uso comercial de la obra original ni de las posibles obras derivadas, la distribución de las cuales se debe hacer con una licencia igual a la que regula la obra original.”

Para cualquier otro uso se debe solicitar el permiso al Centro de Investigaciones en Ciencias y humanidades CICH, de la Universidad Dr. José Matías Delgado



AKADEMOS es una revista cuatrimestral. De amplio espacio editorial, para la publicación de trabajos inéditos de investigación, artículos de análisis, reseñas y opinión, en los distintos tópicos de las ciencias, la tecnología, las artes y la cultura.

Tasa de crecimiento sostenible, fuentes y usos de efectivo y valor de mercado de una empresa

Por: Francisco Sorto Rivas

Máster en Economía. Docente, Facultad de Posgrados y Educación Continua.

fran.sorto@gmail.com

Resumen

El presente artículo pretende ilustrar la relación que existe entre la Tasa de Crecimiento Sostenida de una Empresa, el estado de Fuentes y Usos de Efectivo y el valor de mercado de la misma.

De igual manera se destaca la relación existente entre la tasa de crecimiento de la empresa, su política de distribución de dividendos, la estructura de capital adoptada por ésta y la calidad de las inversiones que realiza.

Palabras clave

Tasa de crecimiento sostenible, estado de fuentes y usos de efectivo, políticas de dividendos, rendimiento sobre activos, rendimiento sobre capital, estructura óptima de capital, valor de la empresa.

Desarrollo

En un artículo publicado en la revista *Akademos* 16 de Mayo-Agosto 2012, relacionado con la tasa de crecimiento sostenida para una empresa (TCS), mencionábamos que la determinación de este indicador es

fundamental para la planificación del crecimiento de la empresa, ya que al conocer la capacidad intrínseca que tiene para financiar su crecimiento, sus autoridades pueden definir estrategias de endeudamiento congruentes con las expectativas de expansión o contracción del mercado y para el manejo, inclusive, de la política de dividendos.

No está de más recordar que el valor de la empresa se deriva de su capacidad de generación de ingresos, por lo que su valor de mercado se incrementa también en la medida en que éstos crecen con el tiempo; esto requiere, por lo tanto, de la reinversión parcial de las ganancias en proyectos con retornos superiores al costo de oportunidad de los recursos usados en su ejecución.

Entonces, la utilización de estos recursos para adquirir activos productivos constituye la base de crecimiento de la empresa, considerando que es la gestión eficiente de la parte izquierda del balance lo que agrega valor a la firma, más que el manejo inteligente de las obligaciones; obviamente que una empresa exitosa demanda de una administración racional de ambos elementos; pero cualquier empresa resultaría inviable si se endeudara arbitrariamente sin destinar parte de los recursos obtenidos al desarrollo de fuentes generadoras de ingresos para atender las referidas obligaciones.

Es más, cuando analizamos el apalancamiento financiero de una empresa señalamos que, en la medida en que se incrementa, así aumenta su riesgo crediticio, ya que los costos

fijos asociados con el servicio de la deuda consumen parte de los resultados de operación y en la medida en que las condiciones de mercado se alteren, las posibilidades de cubrir los intereses y amortizar el principal de las obligaciones se ven afectadas.

Es por esa razón que la conveniencia o no del endeudamiento externo se valora de manera conjunta con la gestión de los activos productivos, que son, en última instancia, el origen de las utilidades de operación. De ahí que el análisis del apalancamiento se realiza de forma comparativa entre firmas parecidas y dentro de la industria a que pertenece la empresa estudiada, de preferencia.

Por otra parte, dependiendo de la mezcla que se haga entre deuda y patrimonio, así será el costo del capital reportado por la empresa —Costo Promedio Ponderado del Capital (CPPC) o WACC, por sus siglas en inglés—.

Aunque no existen estructuras óptimas de capital, las empresas tienden a elegir aquella combinación de deuda y capital con la cual se sienten cómodas y procuran mantenerlas inalteradas durante períodos de tiempo relativamente prolongados.

De manera simplificada y utilizando simología convencional podemos representar el costo de capital de una empresa de la siguiente manera:

$$CPPC = WACC = K_d * (1 - t) * \frac{D}{D + C} + K_c * \frac{C}{D + C}$$

Donde:

K_d = Costo de la deuda expresado como tasa.

K_c = Costo del capital expresado como tasa.

t = Tasa impositiva sobre las ganancias corporativas.

D = Deuda en términos absolutos.

C = Capital en términos absolutos.

Es el peso relativo de cada componente de capital —deuda, acciones preferentes o acciones comunes, a manera de ejemplo—, respecto al total, el que sirve para ponderar el costo de cada uno de ellos, dentro de la estructura de capital, y estimar el CPPC.^{1/} En la determinación de dicha composición de obligaciones intervienen otros criterios adicionales a los técnico-financieros, pero por razones metodológicas no se analizarán aquí.

Todos los elementos mencionados hasta ahora entran en juego en la determinación de la TCS, ya que la capacidad de crecimiento autosustentable proviene de la reinversión de utilidades en proyectos rentables y de la política empresarial de mantener inalterada la relación deuda-patrimonio, de tal manera que al incrementarse el capital, producto de la reinversión de utilidades, también aumenta la capacidad de endeudamiento de la sociedad.

1 Aquí se usa una definición de costo de capital, después de impuestos, aunque también se puede usar para efectos de análisis una expresión antes de impuestos, teniendo el cuidado de mantener la congruencia de las variables utilizadas para ello.

Para que el ratio de endeudamiento se mantenga inalterado debe incrementarse la deuda en una proporción idéntica al aumento de capital.

$$\text{Razón de endeudamiento} = \frac{\text{Deuda}}{\text{Capital}} = \frac{\frac{\Delta \text{Deuda}}{\text{Deuda}}}{\frac{\Delta \text{Capital}}{\text{Capital}}}$$

Por otro lado, si consideramos que la empresa maneja eficientemente sus activos para la generación de ingresos, podemos deducir que existe una relación estable entre las ventas y los activos y, por ende, que la rotación de activos y el rendimiento sobre éstos suelen ser estables también en el tiempo.

De igual manera, lo anterior supone que el incremento en ventas debe ir acompañado de un incremento equivalente en los activos productivos de la empresa.

$$\text{Rotación de activos} = \frac{\text{Ventas}}{\text{Activos}} = \frac{\frac{\Delta \text{Ventas}}{\text{Ventas}}}{\frac{\Delta \text{Activos}}{\text{Activos}}}$$

Tenemos entonces nuevos parámetros para darle seguimiento a las proyecciones de crecimiento de la empresa; de ahí que cualquier desviación puede analizarse desde diferentes ángulos: la rotación de los activos, el margen de utilidades sobre éstos, el costo de las obligaciones y la estructura misma de endeudamiento.

De mantenerse estable la estructura de capital cabría esperar que también se mantuviera invariable la estructura de balance.

$$\text{Activos} = \text{Deuda} + \text{Capital}$$

En ese sentido, de preservarse dicho equilibrio, debería experimentarse un comportamiento similar en las tasas de crecimiento de las obligaciones y del patrimonio; caso contrario cambiaría la estructura de capital de la empresa.

$$\Delta \text{Activos} = \Delta \text{Deuda} + \Delta \text{Capital}$$

$$\frac{\Delta \text{Activos}}{V \text{Activos}} = \frac{\Delta \text{Deuda}}{\text{Deuda}} = \frac{\Delta \text{Capital}}{\text{Capital}}$$

Es por esa razón que bajo condiciones de crecimiento sostenido debe existir correspondencia entre el crecimiento porcentual de las ventas, los activos, las obligaciones y el capital de la firma.

$$\frac{\Delta \text{Ventas}}{\text{Ventas}} = \frac{\Delta \text{Activos}}{\text{Activos}} = \frac{\Delta \text{Deuda}}{\text{Deuda}} = \frac{\Delta \text{Capital}}{\text{Capital}}$$

Precisamente esto es lo que comprobaremos mediante el estado de fuentes y usos de efectivo; esta demostración es fundamental para entender la naturaleza del cálculo de la TCS.^{2/}

Ahora bien, mientras mayor sea la información disponible y más detallados los datos que la sustentan, más racionales serán las decisiones adoptadas por la gerencia; aunque esto no significa, necesariamente, que los resultados estarán exentos de incertidumbre, ni existirán discrepancias entre lo planeado y lo registrado. Esto puede deberse incluso a una mala ejecución de los planes estratégicos, tácticos u operativos.^{3/}

Dentro de esta lógica, recurrir al flujo de efectivo permite ilustrar la naturaleza de la tasa de crecimiento sostenible como herramienta de análisis y fuente de información para la gestión de la política comercial y financiera de la firma.

Como sabemos, un estado de fuentes y usos de efectivo puede desglosarse en tres categorías: de operaciones, de inversión y de financiamiento; la primera está relacionada con las operaciones propias del giro del negocio; la segunda comprende la adquisición o venta de activos productivos y cambios en el capital de trabajo de la empresa; mientras que los flujos de financiamiento están relacionados con los cambios reportados en la estructura de capital, así como por la retribución por el uso del capital, tanto ajeno como propio.^{4/}

-
- 2 Considerando que el crecimiento patrimonial proviene únicamente de la capitalización de utilidades, la TCS mantendría un ritmo de crecimiento, a lo largo del tiempo, sin necesidad de nuevas aportaciones de los accionistas; más allá del sacrificio que representa para ellos dejar de percibir dividendos como consecuencia de la referida reinversión de ganancias.
 - 3 Cabe destacar que las discrepancias entre objetivos estratégicos y resultados financieros pueden deberse a problemas de diagnóstico, de diseño de los planes en sí o de la ejecución de éstos, inclusive.
 - 4 Hay autores que consideran que el pago de intereses debería registrarse como parte de los flujos de operación; mientras que otros mantienen que éstos deberían mantenerse dentro de la misma categoría de las fuentes de financiamiento que los originaron y que, por lo tanto, formarían parte del flujo de efectivo de financiamiento, no de operación. Aquí los registraremos como parte del flujo de financiamiento.

Debido al interés que tenemos por resaltar la naturaleza de la TCS, desde el punto de vista de las fuentes de financiamiento, se desarrollará un ejercicio que no hará distinción entre las fuentes de operación y las de inversión, de tal manera que examinaremos el estado de fuentes y usos desde dos perspectivas únicamente, la de operación y la de financiamiento.

Antes de continuar debemos enfatizar que la TCS está asociada con la reinversión de utilidades, siendo ésta la diferencia entre el total de utilidades netas, expresadas como porcentaje del patrimonio, y el valor destinado al pago de dividendos.

$$TCS = \left(\frac{\text{Utilidades netas}}{\text{Capital}} \right) * (1 - d)$$

$$TCS = ROE * (1 - d)$$

Donde el “ROE” representa el retorno sobre el capital y la “d”, el importe de los dividendos pagados al final del ejercicio fiscal, expresados en relación a 1.

Hagamos ahora un ejercicio ilustrativo a partir de los datos del cuadro 1, que resume una hoja de balance y un estado de resultados hipotético.

Vamos a suponer, para efectos de ejercicio, que los activos operativos del año 2010, netos de las obligaciones de corto plazo, explican los resultados registrados en el año 2011; que la estructura de capital es óptima para la empresa; que los costos sobre el pasivo financiero que aparecen en los resultados del 2011 provienen del pasivo financiero reportado en el balance para el año 2010 y que la firma está exenta de impuestos sobre las ganancias.^{5/}

Cuadro 1. Estados financieros resumidos 2010-2011

Datos de balance 2010-2011	2010	2011
Activos operativos netos	\$1,000.0	\$1,070.0
Pasivos operativos netos	\$400.0	\$428.0
Pasivos financieros	\$600.0	\$642.0
Datos de resultados		
Ventas		\$1,400.0
Ganancias operativas		\$140.0
Costo pasivo financiero		-\$34.0
Ganancias ordinarias		\$106.0
Dividendos		\$64.0

5 El ejercicio podría incluir el pago de impuestos pero demandaría elaboraciones adicionales; para mantener la explicación al nivel más básico posible, trabajaremos sin consideraciones impositivas entonces.

Con base en estas consideraciones, la TCS puede calcularse mediante la siguiente fórmula:

$$TCS = \left[ROA + \left\{ (ROA - i) * \frac{D}{C} \right\} \right] * (1 - d)$$

Donde el “ROA” corresponde al retorno sobre los activos, expresado como tasa; mientras que “i” representaría el costo financiero sobre los saldos insolutos de la deuda, siempre considerados en términos de tasa.

A partir de la información contable proporcionada, resulta fácil determinar algunos coeficientes o parámetros para el año 2011.

Según el cuadro 2, el rendimiento sobre activos sería entonces del 14%, correspondiente al producto entre el margen operativo (10.0%) y la rotación de los activos (1.4); mientras que el rendimiento sobre el capital ascendería al 17.7%; éste resultaría de agregarle al rendimiento sobre los activos financiados, exclusivamente, con recursos propios (capital), el diferencial entre dicho rendimiento y la tasa de interés pagada por el uso de

fondos ajenos (8.5%), dada cierta relación de deuda a patrimonio (66.7%), por supuesto.

Considerando que la firma reparte el 60.4% de las utilidades como dividendos, la TCS sería del 7%.

$$7\% = \{ [0.14 + \{ (0.14 - 0.085) * 0.667 \}] * (1 - 0.604) \} \%$$

En tal sentido, la firma podría financiar —con el rendimiento obtenido sobre los activos operativos, la estructura de capital vigente, el costo financiero actual y la política de dividendos adoptada— un crecimiento anual del 7% sobre ventas; por lo tanto, los activos deberían crecer a esa misma tasa, así como los pasivos y el capital, a fin de mantener inalterada la estructura de capital reportada en el año 2010 y 2011.

Si las metas de crecimiento comercial exceden dicha tasa se deberá modificar la relación de endeudamiento o la política de dividendos; amén de lo que se pueda hacer en materia de eficiencia operativa.

Para comprobar que dicha TCS es la correcta, se pueden proyectar los estados financieros para los siguientes años y el flujo de efectivo correspondiente, donde el saldo del flujo operativo, más el flujo de inversiones debería ser igual, pero con signo contrario al flujo de financiamiento; esto para que se cumpla la condición de que dicho crecimiento no debería de mandar nuevas aportaciones de los accionistas, salvo las relacionadas con la reinversión de ganancias.

Al proyectar los estados financieros simplificados para los siguientes 3 años, se obtienen los datos señalados el cuadro 3.

Cuadro 2. Relaciones financieras y TCS 2011	
Coefficientes 2011	
Rendimiento sobre activos	14.0%
Margen operativo	10.0%
Rotación del activo	1.4
Costos pasivos financieros	8.5%
Endeudamientos financiero	66.7%
Rendimiento sobre patrimonio	17.7%
Coefficiente de dividendos	60.4%
TCS	7%

Cuadro 3. Estados financieros resumidos proforma 2012-2014

Datos de balance	Proyecciones		
	2012	2013	2014
Activos operativos netos	\$1,144.9	\$1,225.0	\$1,310.8
Pasivos financieros	\$458.0	\$490.0	\$524.3
Patrimonio	\$686.9	\$735.0	\$786.5
Datos de resultado			
Ventas	\$1,498.0	\$1,602.9	\$1,715.1
Ganancias operativas	\$149.8	\$160.3	\$171.5
Costo pasivo financiero	-\$36.4	-\$38.9	-\$41.7
Ganancia ordinaria	\$113.4	\$121.4	\$129.9
Dividendos	\$68.5	\$73.3	\$78.4

Como puede apreciarse en el cuadro 3, al crecer las ventas en 7%, los activos deberán crecer al mismo ritmo para mantener inalterado el ROA; mientras que de los resultados obtenidos se pagarían los intereses correspondientes a la deuda y los dividendos —retribución a las fuentes de financiamiento—, según los parámetros vigentes.

Las utilidades residuales se suman al patrimonio del ejercicio anterior para estimar el

capital del período siguiente y en función de ello, se pueden endeudar en la proporción adoptada como estructura de capital ideal por parte de la empresa.

Al proyectar los flujos de fondos se comprueba que los valores coinciden entre el flujo operativo y el de financiamiento, pero con signos contrarios, donde la única fuente de financiamiento de los accionistas corresponde a la reinversión de utilidades.

Cuadro 4. Fuentes y usos de efectivo proforma 2012-2014

Flujo de fondos operativo	2012	2013	2014
Ganancia operativa	\$149.8	\$160.3	\$171.5
cambio activos operativos	-\$74.9	-\$80.1	-\$85.8
Excedente operativo	\$74.9	\$80.1	\$85.8
Flujo de fuentes financieras			
Cambio pasivo financiero	\$30.0	\$32.1	\$34.3
Costo financiero	-\$36.4	-\$38.9	-\$41.7
Dividendos	-\$68.5	-\$73.3	-\$78.4
Flujo financiero neto	-\$74.9	-\$80.1	-\$85.8

En el cuadro anterior el flujo operativo reporta los cambios de los activos con signo negativo porque representan una salida de efectivo; mientras que los cambios en los pasivos financieros tienen signo positivo por ser entradas de efectivo para la empresa. Los signos negativos correspondientes al pago de intereses y dividendos están relacionados con salidas de efectivo para la firma.

Con base en lo anterior podemos decir, con toda propiedad, que la TCS ha sido estimada adecuadamente.

Finalmente, podemos asociar la TCS con el valor de mercado de la empresa, ya que su crecimiento depende de la reinversión de utilidades, la calidad de las inversiones realizadas y la estructura de capital.

Sabemos que el valor de una sociedad corresponde al valor de mercado de sus acciones, multiplicado por el número de acciones en circulación; siendo, a su vez, el precio justo de la acción el valor presente de los flujos esperados de su adquisición, es decir, la suma de dividendos futuros expresados en términos de valor presente; además, dichos dividendos pueden ser estacionarios, crecientes o decrecientes.

La fórmula general para determinar el precio de una acción es la siguiente:

$$P_0 = \frac{D_0 * (1 + g)}{K_c - g}$$

$$P_0 = \frac{D_1}{K_c - g}$$

Si la tasa de crecimiento anual de los dividendos, es cero, la fórmula se reduce a:

$$P_0 = \frac{D_1}{K_c}$$

Donde: $D_0 = D_1$

Supongamos ahora, para efectos de ejercicio, que el número de acciones para el año 2010 fueran 6006/, resultando que el precio por acción sería de \$1, los dividendos por acción de \$0.107, el retorno sobre el capital de 17.7% y la tasa de crecimiento de los dividendos, de 7%; dado este escenario, el valor de mercado de la acción ascendería a \$1.07.

$$P_0 = \frac{\$0.107 * (1 + .07)}{0.177 - 0.07}$$

$$P_0 = \frac{\$0.11449}{0.107}$$

$$P_0 = \$1.07$$

Si no hubiera habido reinversión de utilidades, las utilidades por acción (UPA) se distribuirían íntegramente, perdiéndose así la capacidad de crecimiento de la empresa, por lo que el valor de las acciones no cambiaría.

$$P_0 = \frac{\$0.177}{0.177}$$

$$P_0 = \$1$$

6 Aquí no tiene la menor importancia, para efectos de análisis, si estamos hablando de miles o millones.

Esto significa que en la medida en que se reinviertan las ganancias, se incrementa el valor de mercado de las empresas, aun cuando el ROA se mantenga inalterado —grado de eficiencia en el uso de los activos operativos constante—; en otras palabras, si los nuevos proyectos reeditúan un valor equivalente al costo de oportunidad de los activos comprometidos en su ejecución.^{7/}

Veamos ahora qué sucede ante diversas políticas de distribución de dividendos, para lo cual podemos trabajar con las funciones de “análisis y sí” de Excel; concretamente con la aplicación “tabla de datos”; con esta herramienta obtenemos los siguientes resultados ver cuadro 5:

En la columna de “variable”, del cuadro 5, evaluamos diferentes políticas de distribución de dividendos, expresadas como un porcentaje de las utilidades netas; mientras que en la siguiente columna obtenemos las

estimaciones de la tabla de datos, utilizando como pivote para el cálculo, la fórmula de la TCS, la cual colocamos en la esquina superior derecha de la matriz.^{8/}

Si sólo se distribuyera el 20% de las ganancias, la TCS ascendería a 14.13%; mientras que si se distribuyera el 65% de ellas, se podría crecer únicamente al 6.18% de manera sostenida.

En la medida en que aumenta el porcentaje de ganancias destinado al pago de dividendos, se reduce la TCS —manteniéndose constantes el resto de variables que intervienen en su determinación— y dado que se comprobó que dicho cambio incide sobre el precio de mercado de la empresa, podemos afirmar que, mientras mayor sea la reinversión de utilidades en proyectos rentables, mayor será el precio de mercado de la firma.

A esto podría agregarse otro elemento de análisis, el rendimiento generado por los nuevos proyectos que, hasta este momento hemos asumido que reportan el mismo ROA de los que se encuentran en ejecución; para efectos de ejercicio evaluaremos qué pasa con la TCS ante diferentes políticas de dividendos y rendimientos sobre los activos, usando para ello una hoja de Excel.

Cuadro 5. Simulación de TCS y políticas de dividendos

	Variable	7%
Política de dividendos	20%	14.13%
	25%	13.25%
	30%	12.37%
	35%	11.48%
	40%	10.60%
	45%	9.72%
	50%	8.83%
	55%	7.95%
	60%	7.07%
	65%	6.18%

7 Claro está que los nuevos proyectos deberían rendir más que la tasa de corte usada para evaluarlos.

8 En la celda correspondiente a la fórmula aparece desplegado el resultado original de la TCS (7%).

Cuadro 6. Simulación de TCS, políticas de dividendos y ROA

Variables	ROA				
	7%	10%	15%	20%	25%
Política de dividendos	20%	8.8%	15.5%	22.1%	28.8%
	25%	8.3%	14.5%	20.8%	27.0%
	30%	7.7%	13.5%	19.4%	25.2%
	35%	7.2%	12.6%	18.0%	23.4%
	40%	6.6%	11.6%	16.6%	21.6%
	45%	6.1%	10.6%	15.2%	19.8%
	50%	5.5%	9.7%	13.8%	18.0%
	55%	5.0%	8.7%	12.5%	16.2%
	60%	4.4%	7.7%	11.1%	14.4%
	65%	3.9%	6.8%	9.7%	12.6%

Tomando en cuenta que la TCS incide directamente sobre el valor de la empresa, podemos deducir algunas conclusiones sobre las políticas de dividendos y la calidad de las inversiones realizadas, sobre la valoración de mercado de la empresa.

Ahora tenemos dos variables, la política de dividendos y el ROA obtenido de proyectos de inversión; la matriz resultante de la aplicación de la función “tabla de datos” comienza con el valor 8.8% en la esquina superior izquierda y termina con 12.6%, en diagonal.

De los datos presentados en el Cuadro 6 deducimos que mientras mayor sea la reinversión de utilidades y mayor el ROA, la tasa de crecimiento se vuelve máxima y por ende, se crea el máximo valor posible —dentro de este escenario, por supuesto— para la

empresa; mientras que, cuando se realiza la mayor reinversión en proyectos con rendimientos inferiores al ROA vigente (14%)⁹, el crecimiento se reduce y, por ende, se destruye valor de la firma.

Con estos elementos podemos administrar mejor el crecimiento de la empresa, teniendo como norte de dirección, claro está, el valor intertemporal de mercado de la empresa.

Conclusiones

La TCS depende de la política de dividendos, de la estructura del capital y de la calidad de las inversiones realizadas con los recursos financieros de la empresa.

⁹ Con este desempeño de los activos operativos la TCS era de 7%.

Al hablar de TCS estamos suponiendo que la empresa puede crecer sostenidamente sólo con la reinversión de utilidades y con el endeudamiento adicional contratado para mantener inalterada la estructura de capital en el tiempo.

De existir discrepancias entre las proyecciones de crecimiento entre el área de negocios y la TCS, será necesario evaluar qué cambios deberán implementarse, en materia de distribución de dividendos e índices de endeu-

damiento, para restablecer la armonía entre las expectativas de crecimiento comercial y la política financiera de la empresa.

La TCS incide también sobre el valor de mercado de la empresa, de tal manera que la gestión del crecimiento futuro de la firma puede hacerse teniendo como horizonte de llegada el valor de la firma, considerando que el propósito de la gestión financiera consiste precisamente en acrecentar dicho valor en beneficio de los accionistas.

Bibliografía

- Berk Jonathan, DeMarzo Peter, *Finanzas Corporativas*, Pearson Educación, 2008.
- Sorto Rivas, Francisco, *Importancia de estimar la Tasa de Crecimiento Sostenible de una Empresa al Planificar su Futuro*, Revista Akademos, Mayo-Agosto 2012.
- Van Horne, James, *Administración Financiera*, Pearson Educación, Decimotercera Edición, 2010.