

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



## Importancia de estimar la tasa de crecimiento sostenible de una empresa al planificar su futuro

Francisco Sorto Rivas.

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

Fran.sorto@gmail.com

### Resumen

En la enseñanza de finanzas me he percatado que en la formación de profesionales que se están especializando en administración de negocios, no se le ha dado la importancia debida a la armonización entre la estrategia comercial de crecimiento de la empresa y a la estructura de financiamiento de éste, es decir, a la relación que existe entre la política comercial y la política financiera, particularmente a la tasa de crecimiento sostenible de las empresas, lo cual constituye una limitante a la hora de planificar la ampliación de operaciones de las firmas.

Es por esta razón que se explica, a continuación, una metodología para hacerlo y la importancia del tema para el planeamiento estratégico de las empresas, ya que al formular el presupuesto de capital requerido para impulsar las acciones estratégicas acordadas por la dirección en el referido plan, no se identifica, muchas veces, cuál es el potencial de crecimiento proveniente de la reinversión de ganancias, ni se estima tampoco el diferencial de financiamiento necesario para ejecutar los proyectos seleccionados para concretar tales acciones.

**Palabras clave:** Tasa de crecimiento sostenible, políticas de dividendos, po-

**líticas de reinversión, rendimiento sobre activos, rendimiento operativo y rendimiento sobre capital.**

## Desarrollo

Antes que nada es necesario señalar que el propósito perseguido por los inversionistas al organizar una empresa es la obtención de utilidades producto de la administración de los activos productivos adquiridos con sus aportes y con el financiamiento de terceros.

Adicionalmente, la organización de las empresas se hace pensando en un horizonte de tiempo de explotación indefinido, salvo excepciones que por diversas circunstancias se le pone término a las operaciones de una firma, como podría ser la constitución de una subsidiaria encargada de la explotación de una mina durante el tiempo que sea económica la extracción de minerales, o cuando la empresa se organiza en torno a una franquicia, por ejemplo.

En tal sentido, la empresa se fija horizontes temporales de largo aliento y asume como meta el crecimiento de sus operaciones para acrecentar la riqueza de los accionistas.

Esto obliga a los directores de las corporaciones encargados de la gestión de los recursos de la empresa a fijarse metas de crecimiento, permanentemente, y a planificar con el resto de directores, cómo utilizar los recursos disponibles para crear el valor de mercado esperado por los dueños, fijándose metas de crecimiento en términos de parti-

cipación de mercado y ratios de utilidades sobre activos o capital, por ejemplo.

Dicho crecimiento corresponde necesariamente al incremento de la facturación, tanto por volumen de ventas como por márgenes brutos, ensayando para ello con la introducción de nuevos productos, el relanzamiento de algunos antiguos pero mejorados (nuevas fórmulas, empaques o tamaños) y la apertura de nuevos mercados (exportación, sucursales o subsidiarias en el exterior, franquiciando conceptos comerciales o promoviendo alianzas estratégicas para la explotación conjunta de nuevos segmentos de mercado, entre otros).

Cada iniciativa de éstas constituye un proyecto en particular, ya que deben asignarse recursos a la exploración de cada opción y dotarlos de información suficiente para elegir las mejores oportunidades para la empresa; la ejecución de dichos proyectos constituye por lo tanto, la base del crecimiento y la formulación de cada uno de ellos resulta fundamental para el posicionamiento de la empresa en el mercado.

En ese mismo sentido, la concepción de tales proyectos representa la parte final de cualquier ejercicio de planeamiento estratégico, ya que la visión futurista definida por la dirección debe materializarse en hechos; de su implementación dependerá que la corporación alcance la meta de crecimiento en ventas fijada.

De lo anterior deducimos que para crecer en ventas también debemos hacerlo en activos y de mantenerse el nivel de eficiencia en la

explotación de éstos, en el tiempo, será imprescindible un crecimiento proporcional y simultáneo en activos. Esta aseveración también es válida para el capital y la deuda a largo plazo, de mantenerse inalterada la estructura de capital de la empresa, por supuesto.

Esto nos permite avizorar que la TCS en ventas está relacionada con el crecimiento de los activos a financiar, siendo la fuente principal para ello las operaciones del negocio; encontramos así que el crecimiento en ventas descansa en las utilidades anuales de la firma; sin embargo, no todas las utilidades sirven para hacerlo, considerando que parte de ellas se distribuyen al final del ejercicio fiscal como dividendos entre los socios.

Por lo tanto, el crecimiento dependerá de la tasa de reinversión de las utilidades y en la medida que la política de endeudamiento se mantenga inalterada, a éstos recursos se sumarán fondos aportados por terceros en calidad de deuda.

Podemos advertir aquí que la TCS conjuga varios elementos; siendo éstos las utilidades netas de operación después de impuestos, la política de reinversión de utilidades y la relación deuda a patrimonio adoptada por la empresa.

Dicha tasa correspondería al porcentaje en que pueden crecer las ventas sin necesidad de nuevos aportes de los dueños y sin alterar, tampoco, las políticas de endeudamiento y de reparto de dividendos de la empresa; en otras palabras, cuando el flujo de efectivo operativo esté sincronizado con el flujo de inversiones y de financiamiento.

La expresión matemática de dicha tasa sería por lo tanto:

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

Donde:

$g$  = Tasa de Crecimiento Sostenible (TCS).

ROE = Rendimiento sobre capital.

$d$  = Política de dividendos expresada como porcentaje de utilidades netas destinadas al pago de dividendos.

Ahora bien, es necesario destacar que el ROE reportado por la empresa proviene del uso productivo de los activos, aunque su escala se nutre del financiamiento interno (reinversión) y externo (nuevas aportaciones de los socios y el incremento de las obligaciones contraídas con terceros). Si esto es así, quiere decir la base del ROE es el rendimiento sobre los activos productivos (ROA) adquiridos con recursos de la empresa y de terceros.

La expresión matemática del ROE sería por lo tanto:

$$ROE = ROA + (ROA - i(1 - t)) * \frac{D}{E}$$

Donde:

ROA = Rendimiento sobre activos, calculado como la utilidad operativa neta entre los activos netos de obligaciones de corto plazo y sin costo explícito.

$i$  = El costo financiero de las obligaciones de largo plazo de la empresa, incluyendo las acciones preferentes.

$t$  = Tasa impositiva.

$D$  = Obligaciones de largo plazo.

$E$  = Capital contable.

Pero el rendimiento sobre los activos puede descomponerse en dos elementos más, la ro-

tación anual de los activos en función de las ventas netas, y el margen bruto sobre ventas:

$$ROA = \frac{\text{Margen bruto}}{\text{Ventas}} * \frac{\text{Ventas}}{\text{Activos netos del pasivo circulante}}$$

A su vez, el margen no es otra cosa más que la diferencia entre las ventas y el costo de venta reportado por la empresa:

$$\text{Margen bruto} = \text{Ventas} - \text{Costo de ventas}$$

Hago todas estas precisiones porque suele concebirse el ROA, únicamente como la expresión desarrollada por DuPont hace algún tiempo, que mezcla los componentes del apalancamiento operativo y financiero en una sola categoría, sin depurar además del activo, el pasivo circulante, partiendo para la determinación del ratio directamente de las utilidades netas:

$$ROA = \frac{\text{Utilidades netas}}{\text{Activos totales}}$$

Al final, independientemente del método que se siga, se llega obviamente al mismo resultado, pero se pierde cierta riqueza en el análisis, aunque la sencillez de fórmula de DuPont ayuda a descomponer el ROE en sus tres elementos básicos, aunque con otra perspectiva de análisis a la que me interesa explorar aquí.

Antes de proseguir podemos recordar que la fórmula de DuPont es:

Donde:

A = Activos totales.

V = Ventas.

$$ROE = ROA * \frac{A}{E}$$

$$ROA = \frac{UN}{V} * \frac{V}{A}$$

$$ROA = \frac{UN}{V} * \frac{V}{A}$$

UN = Utilidades netas.

Lo valioso de esta expresión es que nos permite apreciar que el rendimiento sobre el capital proviene del margen sobre ventas, de la rotación de los activos y del multiplicador del capital, como una manifestación del grado de apalancamiento financiero de la empresa. Al analizar cada uno de estas relaciones, en el tiempo, se pueden identificar áreas de mejora interesantes dentro de la empresa.<sup>1</sup>

1 Análisis horizontal.

Regresando ahora a la utilidad de la determinación de la TCS podemos decir que, al calcular el ROA de la empresa, manteniendo inalteradas las políticas de dividendos y de deuda; el uso del indicador es vital para sincronizar la política comercial y la financiera, ya que si se prevé que la empresa generará más fondos de los necesarios para soportar el crecimiento de las ventas sería conveniente distribuir un porcentaje mayor de dividendos, a efecto de evitar que el rendimiento sobre el capital se contrajera y si, por el contrario, se prevé un crecimiento en ventas por encima de la capacidad de financiamiento automático de la empresa (TCS), lo prudente sería examinar eventuales cambios en las políticas de dividendos o de financiamiento, según fuera la decisión tomada por el directorio (JD con el visto bueno de los accionistas); aunque lo más importante es hacerlo de manera oportuna tomando como parámetro para ello el valor de la TCS.<sup>2</sup>

Veamos un ejemplo:

Suponga que se dispone de la siguiente información y se desea establecer cuál es la TCS, así como ilustrar a los directores sobre algunos escenarios posibles de rendimiento sobre activos y TCS.

Costo de los recursos ajenos	7.0%
Política de dividendos	40.0%
Margen operativo	10.0%
Rotación de activos operativos	1.50
Rendimiento sobre activos operativos	15.0%
Endeudamiento	50.0%

Al procesar dicha información obtenemos los siguientes resultados:

$$ROA = 10\% * 1.5$$

$$ROE = 15\% + (15\% - 7\%(1 - 0.0)) * 50\%$$

$$ROE = 15\% + (15\% - 7\%) * 50\%$$

$$ROE = 15\% + (8\%) * 50\%$$

$$ROE = 15\% + 4\%$$

$$ROE = 19\%$$

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

$$g = TCS = 19\% * (1 - 0.4)$$

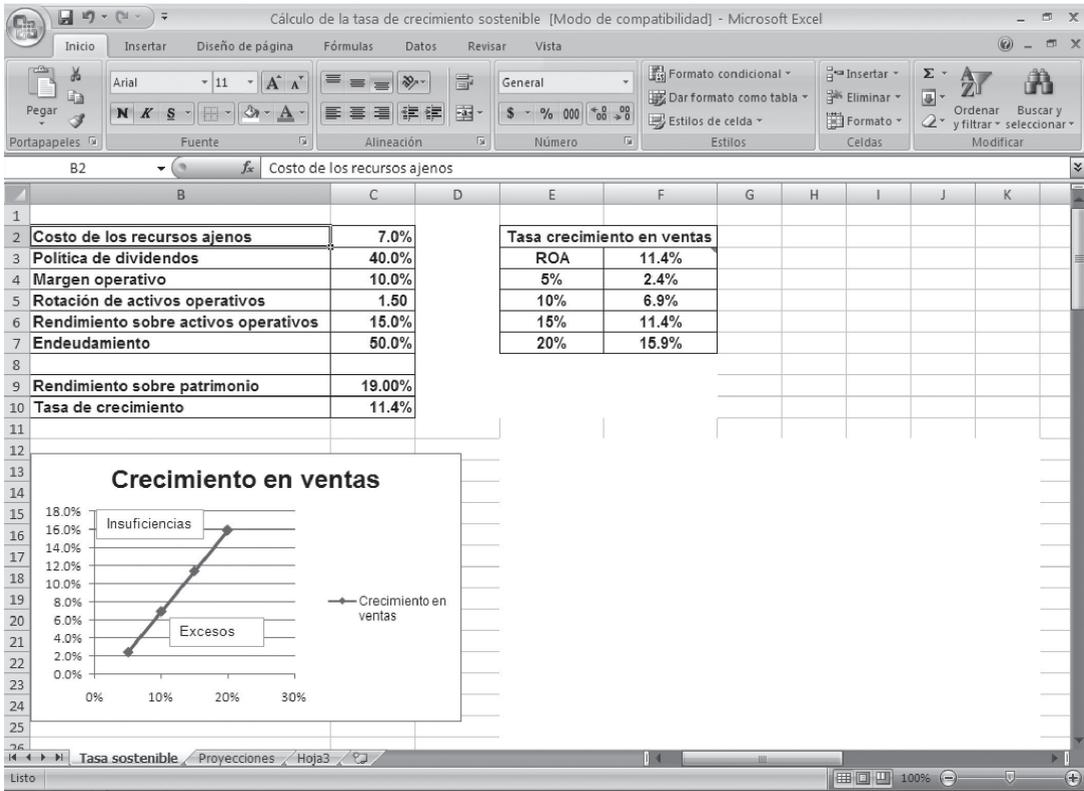
$$g = TCS = 19\% * 0.6$$

$$g = TCS = 11.4\%$$

Con base en esta información podemos decir que la capacidad financiera de la empresa, manteniendo constantes las políticas vigentes, tanto de reparto de dividendos como de endeudamiento, soporta un crecimiento sostenido en ventas del 11.4% anual.

Pero lo más valioso para el análisis consiste en dibujar una línea de equilibrio entre la política comercial y financiera, con base en diversos ROA potenciales de la empresa, para lo cual usamos las opciones de tabla de datos de Excel, tal como se ilustra a continuación.

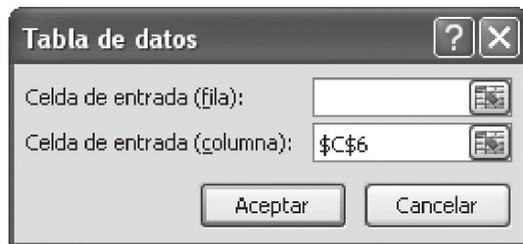
2 Conseguir financiamiento cuando las necesidades son tan apremiantes que se reflejan claramente en el deterioro de los indicadores de solvencia de la empresa pueden ocasionar demoras en su obtención e incrementar, indebidamente, los costos no de operación del negocio.



Dentro de las opciones de Datos, de la barra de comandos, buscamos “Análisis y Si”; definimos la celda F3, para el caso de ejemplo por supuesto, como C10, con el propósito que el programa recalculé diversos escenarios a partir de las fórmulas usadasal deducir la TCS.

Luego escribimos, a partir de la celda E4, los valores que deseamos evaluar como parte del ejercicio; estos datos los ingresamos de forma manual en la hoja; los datos los registramos hacia abajo para luego sombrear todo el rectángulo, desde E3 hasta F7, para oprimir a continuación la opción “Tabla de datos”, tal como aparece a conti-

nuación. De las celdas de diálogo abiertas seleccionamos el campo de columna, ya que los valores que deseamos evaluar están organizados de manera vertical, colocando en dicho espacio las coordenadas de la celda que contiene el dato de ROA, finalizando el ejercicio pulsando aceptar.



Como resultado de salida el programa nos muestras los valores requeridos a partir de la celda F4, hacia abajo, indicándonos por ejemplo que, si el ROA asciende al 10% la TCS sería de 6.9%; mientras que, con un ROA del 20% la TCS alcanzaría el valor de 15.9%.

Podemos observar así cuál es el valor de TCS correspondiente a cada ROA simulado.

Al sombrear nuevamente los valores de la tabla de datos y pulsar “Insertar”, encontramos algunas opciones para hacer gráficas y podemos seleccionar “dispersión”, a manera de ejemplo, obteniendo una representación lineal que considera todas las combinaciones de ROA y TCS relevantes para el estudio.

Si las metas de crecimiento en ventas están por encima de dicha curva podríamos concluir que no contamos con los recursos necesarios para acompañar dicho crecimiento y será necesario revisar las políticas de financiamiento vigentes a fin de posibilitar la expansión deseada por el directorio.

El ejercicio pueden complejizarse más, aunque la idea básica que deseo transmitir es lo conveniente que resulta usar la información financiera disponible para determinar la capacidad de financiamiento automático de la empresa para soportar las proyecciones de crecimiento en ventas y en función de ello, tomar las providencias gerenciales debidas. Considero que ese objetivo está relativamente cubierto y más adelante ahondaría en él, pero relacionándolo además con la construcción de flujos de fondos de la empresa y su valoración en el mercado, a fin de tener una visión articulada desde

la planificación del crecimiento hasta su expresión final como valor de mercado de la firma.

## Conclusiones

La determinación de la TCS constituye una herramienta de análisis poderosa al planificar el crecimiento de una firma, ya que los proyectos que sustentarán la visión estratégica del directorio requieren de financiamiento oportuno y si no se prevé a tiempo la gestión de los mismos se corre el riesgo que algunos no se puedan ejecutar.

Dado que el crecimiento en ventas guarda relación con el uso eficiente de los recursos productivos, el crecimiento de las primeras hará que los segundos deban incrementarse también y con ello se vuelve necesaria la inyección de recursos adicionales para su financiamiento, tanto de fuentes internas como externas.

Al determinar la TCS de la corporación identificamos, a la vez, su potencial para sostener el crecimiento en ventas (política comercial) y las deficiencias a coleccionar de fuentes externas, incluyendo aportes adicionales de capital (política financiera), a efecto de pasar de la planificación a la acción y con ello, a los resultados financieros.

## Bibliografía

- Berk Jonathan, DeMarzo Peter, Finanzas Corporativas, Pearson Educación, 2008.
- Sorto Rivas, Francisco, apuntes de clases de Estrategia Financiera II de ISEADE, 2012.
- Van Horne, James, Administración Financiera, Pearson Educación, Decimotercera Edición, 2010.