

# LOS FACTORES DETERMINANTES DEL CRECIMIENTO SOSTENIBLE: UN ANALISIS AGREGADO PARA LOS BANCOS PRIVADOS ESPAÑOLES

*Jesús Gutiérrez Cillán*

**RESUMEN** .—El objeto central del presente trabajo es la búsqueda y desarrollo de un esquema básico de análisis que permita, por una parte, comprender las interacciones de las distintas políticas funcionales de la firma y, por otra, armonizar los objetivos de los diferentes subsistemas empresariales en orden a la consecución del objetivo estratégico global. En esta línea, como tendremos ocasión de exponer, el «modelo de crecimiento sostenible» proporciona un criterio de articulación e integración de las decisiones de inversión, *marketing*, financiación y dividendos en el marco de una estrategia de expansión rentable, equilibrada y financieramente sostenible.

La metodología que proponemos —basada en la descomposición del crecimiento sostenible en sus factores determinantes— se aplica al análisis de viabilidad del sector de la banca privada española (1975-85): las diferentes políticas funcionales se estudian y valoran en términos de su impacto final en la tasa de crecimiento y en la rentabilidad financiera.

La estrategia de una empresa, cualquiera que sea su objeto de negocio, no se agota en el componente de inversión. Las políticas de financiación y dividendos también forman —o deberían formar— parte integral de la misma (Ballarín, 1985, p. 156). Dicha estrategia es, en último término, un conjunto articulado de decisiones empresariales interrelacionadas: decisiones de inversión, *marketing*, financiación y dividendos. Resulta, pues, imprescindible contar con un instrumento armonizador de las distintas políticas funcionales que permita coordinar los objeti-

vos concretos de los diversos subsistemas que componen el sistema-empresa: producción, inversión, financiación y comercialización. En este sentido, el «modelo de crecimiento sostenible» proporciona un criterio de articulación e integración de las diferentes decisiones empresariales en general, y financieras en particular, en orden a la consecución del objetivo estratégico global: expansión rentable, sostenida y equilibrada.

Por otra parte, el crecimiento sostenible, concebido como el ritmo de expansión compatible con el mantenimiento de la estructura financiera de la empresa, se configura, en el largo plazo, como la única posibilidad de crecimiento que se le presenta a la misma, admitida la existencia de factores que limitan el acceso a mayores niveles de endeudamiento.

En esta línea, en las páginas siguientes nos proponemos desarrollar un modelo básico de análisis que, integrando los objetivos de los accionistas y de la gerencia —ente de decisión—, permita explicar las posibilidades de crecimiento de la empresa. Tras un primer epígrafe en el que se introduce el concepto de crecimiento sostenible en el contexto del crecimiento impuesto por las decisiones de inversión, el epígrafe segundo se centra en el estudio del crecimiento sostenible como elemento integrador de las distintas políticas funcionales de la empresa y, el tercero, en el análisis de sus factores determinantes: margen sobre ventas, rotación de los activos, efecto impositivo, nivel de endeudamiento y coeficiente de retención de beneficios. En el epígrafe cuarto se interpretan los resultados obtenidos tras la aplicación del «modelo de crecimiento sostenible» al sector bancario, en particular. Algunas consideraciones finales cierran, a modo de conclusión, el presente trabajo.

## 1. El concepto de crecimiento sostenible

A diferencia del concepto de dimensión —o tamaño— empresarial, el crecimiento es un concepto fundamentalmente dinámico; debe referirse a un periodo de tiempo. Por ello, definimos el crecimiento de una magnitud como el incremento relativo —tasa de variación— experimentado en el valor de la misma durante un intervalo temporal determinado. Concretamente, por razones operativas y a efectos de posterior homogeneización de resultados, aceptamos el ejercicio contable como periodo de tiempo a considerar y el valor medio de la magnitud a lo largo del mismo como punto de referencia para el cálculo de las variaciones relativas.

Así pues, resulta posible definir el crecimiento de la empresa (CACT), o crecimiento de los activos, como

$$\text{CACT} = \Delta \text{ACT} / \overline{\text{ACT}} = (\text{ACT} - \text{ACT}_0) / \overline{\text{ACT}} \text{ con } \overline{\text{ACT}} = (\text{ACT} + \text{ACT}_0) / 2$$

y el crecimiento de los recursos propios (CRP) como

$$\text{CRP} = \Delta \text{RP} / \overline{\text{RP}} = (\text{RP} - \text{RP}_0) / \overline{\text{RP}} \text{ con } \overline{\text{RP}} = (\text{RP} + \text{RP}_0) / 2,$$

donde:

- ACT y RP representan, respectivamente, los activos y los recursos propios – ambos netos – al final del periodo considerado; y
- $ACT_0$  y  $RP_0$ , los activos y los recursos propios al comienzo del mismo.

Estas dos variables, CACT y CRP, se relacionan entre sí gracias a la introducción de un factor que denominamos «multiplicador del crecimiento de los recursos propios» (MCRP):

$$CACT = MCRP \text{ CRP.}$$

El MCRP es, en realidad, la elasticidad arco de los activos (ACT) respecto de los fondos propios (RP),

$$MCRP = CACT/CRP = (\Delta \overline{ACT/ACT}) / (\Delta \overline{RP/RP}),$$

es decir, mide la relación por cociente entre el porcentaje de cambio en el valor de los activos y el porcentaje de cambio en el valor de los recursos propios.

Se podría demostrar la relación de dependencia entre el MCRP y las variaciones interperiódicas del ratio ACT/RP o coeficiente de endeudamiento (END). En particular, el multiplicador del crecimiento de los recursos propios (MCRP) toma el valor uno en situaciones de estabilidad de la política de endeudamiento ( $END = END_0$ ). Dicho de otra forma, la constancia del nivel de endeudamiento conduce a crecimientos del activo (CACT) y de los recursos propios (CRP) equivalentes<sup>1</sup>:

$$END = END_0 = \overline{END} \Leftrightarrow MCRP = 1 \Leftrightarrow CACT = CRP.$$

La condición de una expansión equilibrada, caracterizada por la igualdad de las tasas de crecimiento del activo (CACT) y de los recursos propios (CRP) que garantice el equilibrio – sostenible a largo plazo – entre las rúbricas del balance, reside, pues, en el mantenimiento de una política de endeudamiento constante.

El análisis y descomposición del crecimiento de los fondos propios (CRP), en función de las fuentes que lo financian, permite dar entrada al concepto de «crecimiento financieramente sostenible» (CS). Para ello, partimos de la igualdad contable

$$BAT + REMA = IMP + DIV + DOTRES + REMP,$$

donde:

- BAT es el beneficio antes de impuestos, pero después de intereses;
- REMA, el remanente del ejercicio anterior;

1. En general se cumple:  $\Delta \text{ACT} = \text{ACT} - \text{ACT}_0 = \text{RP} \overline{END} - \text{RP}_0 \overline{END}_0$ .

Si  $END = END_0 = \overline{END}$ , es decir,  $ACT/RP = ACT_0/RP_0 = ACT/RP$ , entonces

$$\Delta \text{ACT} = (\text{RP} - \text{RP}_0) \overline{END} = \Delta \text{RP} \overline{END} = \Delta \text{RP} (\overline{ACT/RP}) \text{ y}$$

$$MCRP = CACT/CRP = (\Delta \text{ACT} / \Delta \text{RP}) (\overline{RP/ACT}) = (\Delta \text{ACT} / \Delta \text{RP}) (1/\overline{END}) = \Delta \text{ACT} / \Delta \text{ACT} = 1$$

Si, en  $CACT = MCRP \text{ CRP}$ , MCRP toma el valor unidad entonces  $CACT = CRP$ .

- IMP, la cuantía del impuesto que grava el beneficio de las sociedades;
  - DIV, los dividendos abonados o pendientes de satisfacer a los accionistas;
  - DOTRES, la dotación a reservas; y
  - REMP, el remanente o resultados del ejercicio pendientes de aplicación;
- y de la expresión

$$RP = CAP + RES + REG - ATAS - AONES + BRET,$$

donde:

- RP es el patrimonio neto – recursos propios – de la firma, después de la distribución de beneficios;
  - CAP, el capital social;
  - RES, las reservas (legal, especial, estatutaria, voluntaria,...);
  - REG, las regularizaciones y revalorizaciones contabilizadas de los elementos del activo;
  - ATAS, la deuda de los accionistas por la parte del capital y de la prima de emisión no desembolsados;
  - AONES, el valor de las acciones propias en situaciones especiales; y
  - BRET, el beneficio retenido<sup>2</sup> – no distribuido –, entendido como
- $$BRET = BAT - IMP - DIV = BN - DIV = DOTRES + \\ + REMP - REMA \text{ con } BN = BAT - IMP, \text{ beneficio neto (resultados después de intereses e impuestos).}$$

Aún reconociendo que, en épocas de expansión de la empresa, los fondos de amortización constituyen una fuente de financiación de inapreciable valor, cuyos recursos se invierten casi espontáneamente a medida que se van generando – permitiendo el crecimiento de aquella – (Suárez Suárez, 1986, p. 321), hemos preferido incluir estos fondos acumulados en el activo del balance, minorando las inversiones a las que corresponden, y no entre los recursos propios, por entender que, en principio, únicamente contribuyen al mantenimiento del valor de la empresa.

Definimos el incremento de los recursos propios ( $\Delta RP$ ) como

$$\Delta RP = RP - RP_0 = BRET + AMPL + \Delta REG,$$

donde:

- BRET representa los beneficios retenidos durante el periodo;
- AMPL, la variación anual en la cuenta de «capital aportado neto» entendido como «CAP + Reservas por prima de emisión - ATAS - AONES»;
- REG, la variación en la cuenta «regularización y actualización», es decir, la diferencia  $REG - REG_0$ .

$$\text{Así pues, } CRP = (BRET + AMPL + \Delta REG) / \overline{RP}.$$

2. BRET representa la denominada «autofinanciación de crecimiento» o «de enriquecimiento» por cuanto contribuye a aumentar el valor de la empresa.

Este desarrollo permite la desagregación del crecimiento de los fondos propios (CRP) en sus dos componentes: el «crecimiento sostenible» (CS) y el «crecimiento no sostenible»<sup>3</sup> (CNS),

$$\text{CRP} = \text{BRET}/\overline{\text{RP}} + (\text{AMPL} + \Delta \text{REG})/\overline{\text{RP}} = \text{CS} + \text{CNS}.$$

El crecimiento financieramente sostenible (CS) puede ser definido como la parte del crecimiento de los recursos propios (CRP) que se debe a la retención de beneficios (BRET),

$$\text{CS} = \text{BRET}/\overline{\text{RP}} = (\text{BN} - \text{DIV})/\overline{\text{RP}},$$

y viene determinado por la fracción que los beneficios retenidos durante un periodo –BRET o autofinanciación de enriquecimiento– representan sobre los recursos propios medios del ejercicio ( $\overline{\text{RP}}$ ).

El crecimiento no sostenible (CNS), por el contrario, tiene su origen en los recursos financieros externos procedentes de una ampliación de capital o en las actualizaciones contables de los elementos del activo,

$$\text{CNS} = (\text{AMPL} + \Delta \text{REG})/\overline{\text{RP}} = \text{CRP} - \text{CS},$$

es decir, en lo que denotamos por FNR para indicar que hacen referencia a todas aquellas fuentes de financiación del CRP que no proceden de la retención de beneficios. Así,  $\text{FNR} = \text{AMPL} + \Delta \text{REG}$ .

En el fondo, bajo el dilema crecimiento sostenible *versus* crecimiento no sostenible subyace el tradicional debate en torno a las fuentes de financiación del crecimiento de los fondos propios: retención de beneficios o autofinanciación de enriquecimiento (BRET) *versus* obtención de recursos financieros procedentes del mercado de capitales, en forma de nuevas aportaciones de capital (AMPL).

Por otra parte, el crecimiento sostenible (CS) se identifica con el crecimiento de la empresa, o de los activos, (CACT) en aquellas situaciones en las que la retención de beneficios (BRET) es la única fuente de financiación propia ( $\text{FNR} = 0$ ) y la política de endeudamiento se mantiene constante ( $\text{END} = \text{END}_0 = \overline{\text{END}}$ ).

En general se cumple:

$$\text{CACT} = \text{MCRP CRP} = \text{MCRP} (\text{CS} + \text{CNS})$$

o, lo que es lo mismo:

$$\text{CACT} = \text{MCRP} (\text{BRET}/\overline{\text{RP}} + \text{FNR}/\overline{\text{RP}}).$$

Si  $\text{FNR} = 0$  y  $\text{END} = \text{END}_0 = \overline{\text{END}}$  entonces  $\text{CNS} = 0$  y  $\text{MCRP} = 1$ , respectivamente, de donde se deduce que

$$\text{CACT} = \text{CRP} = \text{CNS} = \text{BRET}/\overline{\text{RP}}.$$

3. Lo denominamos «no sostenible» para identificarlo con la parte del CRP que no es crecimiento sostenible.

Así pues, la posible discrepancia entre el crecimiento de la empresa (CACT) y el crecimiento sostenible (CS), característica de la expansión no equilibrada, se explica por: a) la variabilidad o inconstancia de la política de endeudamiento (MCRP distinto de la unidad); b) las actualizaciones contables en el valor de los activos ( $\Delta$  REG distinta de cero); o c) el recurso a las ampliaciones de capital como fuente de financiación propia (AMPL distinta de cero). En este sentido, el objetivo que nos planteamos en el presente trabajo es poner de manifiesto cómo el crecimiento sostenible (CS) – crecimiento de los recursos propios procedente de la retención de beneficios – constituye, a largo plazo, la única posibilidad de expansión que se le presenta a la empresa<sup>4</sup>, admitido el supuesto según el cual las ampliaciones de capital se consideran, en principio, indeseables (Ballarín, 1985, p. 158) y teniendo en cuenta que el ratio de endeudamiento (END) no puede ser elevado de forma indefinida e indiscriminada.

De igual forma, resulta posible analizar el crecimiento de la compañía en términos del crecimiento de las ventas (CV). La introducción de un multiplicador – similar al MCRP –, que denominamos «elasticidad de las ventas respecto de los activos» (EV) y definimos como la relación por cociente entre el porcentaje de cambio en los ingresos por ventas y el porcentaje de cambio en el valor de los activos,

$$EV = CV/CACT,$$

permite poner en conexión los dos índices más comúnmente utilizados para medir el crecimiento de la empresa: CV y CACT,

$$CV = EV \text{ CACT}.$$

En este caso, según un razonamiento semejante al seguido para el MCRP, podríamos demostrar la relación de dependencia entre la EV y las variaciones interperiódicas del ratio rotación de los activos (ROT) – indicador de la eficacia en el uso de los mismos –. En particular, la elasticidad de las ventas respecto de los activos toma el valor unidad ( $EV = 1$ ) –y, en consecuencia, coinciden las tasas de crecimiento de las ventas y de los activos ( $CV = CACT$ )– en aquellas situaciones caracterizadas por el mantenimiento de un ratio ROT constante a lo largo del tiempo.

La expresión

$$CV = EV \text{ CACT} = CACT + (EV - 1) \text{ CACT}$$

pone de manifiesto la posibilidad de desagregar el CV en sus dos componentes: por un lado, el «crecimiento sostenible de las ventas» (CSV),

$$CSV = CACT,$$

4. Este hecho justifica la denominación de crecimiento «sostenible».

entendido como el mínimo ritmo de crecimiento de las mismas necesario para alcanzar y mantener un nivel determinado de rotación ROT; por otro, el «crecimiento no sostenible de las ventas» (CNSV),

$$\text{CNSV} = (\text{EV} - 1) \text{CACT},$$

definido como el exceso –o defecto– del CV respecto del CACT derivado de la mejora –o empeoramiento– en la eficacia con la que se emplean los activos.

Así pues, la múltiple igualdad del crecimiento sostenible,

$$\text{CV} = \text{CSV} = \text{CACT} = \text{CRP} = \text{CS},$$

característica de la expansión equilibrada, viene determinada por: a) la utilización exclusiva de la retención de beneficios como única fuente de financiación propia (CRP = CS); b) la estabilidad de la política de endeudamiento (MCRP = 1 y CACT = CRP); y c) la constancia del ratio rotación de los activos (EV = 1 y CV = CSV = CACT)<sup>5</sup>.

Cabe señalar, por último, la necesidad de conseguir unas tasas de crecimiento de las ventas suficientes para mantener la posición competitiva en términos de cuota de mercado. Desde este punto de vista, convendría incluir entre las condiciones de equilibrio la igualdad<sup>6</sup>:

$$\text{CV} = \text{CVT},$$

donde CVT representa la tasa de crecimiento del sector, calculada a partir de las ventas totales.

## 2. El crecimiento sostenible: elemento integrador de las distintas políticas funcionales de la empresa

Admitida la concepción de la empresa como un sistema integrado, en el que las diferentes funciones – producción, inversión, financiación y comercialización – están interrelacionadas, resulta imprescindible la búsqueda de un instrumento armonizador de las diversas políticas funcionales que permita coordinar los objetivos de los distintos subsistemas – que lo componen – en orden a la consecución del objetivo global. En un plano conceptual, la fórmula del crecimiento sostenible

5. De ningún modo habrá de entenderse la tercera condición como una limitación al crecimiento de las ventas (CV), sino como un requisito mínimo necesario para garantizar la supervivencia de la firma. En cualquier caso, siempre sería preferible un equilibrio definido como

$$\text{CV} > \text{CSV} = \text{CACT} = \text{CRP} = \text{CS},$$

consecuencia de una continuada mejora de la eficacia en la utilización de los activos (ROT).

6. Como en la nota 5, siempre sería deseable un crecimiento de la empresa (CV) superior al del sector (CVT). Sin embargo, ni siquiera en este caso estaríamos en condiciones de asegurar que la firma se encuentra en una buena posición estratégica, ya que pudiera estar localizada en un sector en declive.

(CS) permite comprender la interacción de las políticas de la empresa en la persecución de un determinado nivel de crecimiento.

Para analizar la relevancia de esta afirmación, procederemos a la descomposición gradual del crecimiento sostenible (CS) en sus factores determinantes —representativos de las diferentes decisiones operativas y financieras—:

$$CS = (BN - DIV)/\overline{RP} = (\overline{BN}/\overline{RP}) (\overline{BN} - DIV)/\overline{BN} = RRP \text{ RET},$$

donde:

- $RRP = \overline{BN}/\overline{RP}$  define la rentabilidad financiera o de los recursos propios; y
- $RET = (BN - DIV)/\overline{BN} = \overline{BRET}/\overline{BN}$ , el coeficiente de retención de beneficios, es decir, el complemento a uno del coeficiente de reparto de dividendos,  $REP = DIV/\overline{BN} = 1 - RET$ .

Así pues, el crecimiento sostenible (CS) está limitado, en su extremo superior, por la rentabilidad de los recursos propios (RRP): el máximo crecimiento sostenible ( $CS_{\text{máx.}} = RRP$ ) se alcanzará en situaciones de retención total de beneficios ( $RET = 1$ ). Sin embargo, la mayor parte de las empresas que obtienen beneficios suele repartir una fracción de los mismos a sus accionistas en forma de dividendos ( $REP$  distinto de cero, y  $RET$  distinto de uno). De esta forma, las posibilidades de crecimiento sostenible —y, por tanto, de crecimiento de los recursos propios— se ven mermadas por la cuantía del coeficiente de reparto ( $REP$ ):

$$CS = RRP (1 - REP).$$

El crecimiento sostenible (CS) está, pues, determinado por la política de dividendos, representada por el coeficiente de reparto ( $REP$ ) o por su complementario, el coeficiente de retención ( $RET = 1 - REP$ ).

De todo ello se desprende la doble concepción del papel asignado a la política de dividendos, bien como instrumento capaz de generar crecimiento sostenible —a través del coeficiente  $RET$ —, bien como factor que lo limita —a través del coeficiente  $REP$ —. Dar una interpretación u otra a dicha política dependerá, en cada caso, del punto de vista desde el que se efectúe el análisis (imagen de la «botella medio llena o medio vacía»).

Por su parte, la rentabilidad financiera (RRP), entendida como el cociente entre el beneficio neto (BN) y el valor contable medio de los recursos propios ( $\overline{RP}$ ), puede ser desglosada del modo siguiente:

$$RRP = \overline{BN}/\overline{RP} = (\overline{BN}/\overline{ACT}) (\overline{ACT}/\overline{RP}) = \overline{RNSA} \overline{END},$$

donde:

- $\overline{RNSA} = \overline{BN}/\overline{ACT}$  representa la rentabilidad neta sobre los activos o rentabilidad económica neta; y
- $\overline{END} = \overline{ACT}/\overline{RP}$ , la estructura del pasivo —nivel de endeudamiento—.

La expresión anterior pone de manifiesto la posible utilización del endeudamiento como medio de potenciar la rentabilidad sobre recursos propios. Implícita-



mente, estamos haciendo referencia al denominado «apalancamiento financiero», esto es, al impacto sobre la rentabilidad financiera por la introducción de deuda en la estructura de capital de la empresa.

Así pues, el CS puede expresarse como

$$CS = RNSA \overline{END} \overline{RET}.$$

La composición del crecimiento sostenible (CS) refleja claramente cómo el mismo es el resultado final de un conjunto interrelacionado de políticas:

- a) política de inversión y *marketing* (ratio RNSA);
- b) política de endeudamiento (ratio END); y
- c) política de dividendos (ratio RET).

El crecimiento sostenible (CS) se configura, pues, como un elemento integrador de las distintas políticas funcionales de la empresa. Permite comprender la necesidad de concebir de forma conjunta las decisiones de *marketing*, de inversión, de endeudamiento y de dividendos. En este sentido, constituye un importante instrumento de análisis al servicio de la dirección estratégica de la empresa, en tanto en cuanto proporciona un criterio de articulación y armonización de las diferentes políticas funcionales que posibilite el logro del objetivo estratégico global: expansión rentable, sostenida y equilibrada.

Pero es posible continuar el desglose iniciado. Así,

$$CS = (BAT/V) (V/\overline{ACT}) (\overline{BN/BAT}) (\overline{ACT/RP}) (\overline{BN - DIV}/BN) = \\ = MG \overline{ROT} \overline{EI} \overline{END} \overline{RET},$$

donde:

- MG =  $BAT/V$  representa el margen sobre las ventas – productos financieros, en el caso de la entidad bancaria – o rendimiento económico de las ventas;
- ROT =  $V/\overline{ACT}$ , la rotación de los activos – intensidad de capital –, como medida de la eficacia en el uso de los mismos;
- RSA =  $MG \overline{ROT} = \overline{BAT/ACT}$ , la rentabilidad bruta – antes de impuestos – sobre los activos; (esta expresión, fruto de la descomposición del ratio RSA en margen sobre ventas y rotación del activo, es la conocida «ecuación fundamental de la rentabilidad» o «fórmula Du Pont»);
- EI =  $\overline{BN/BAT} = 1 - (\overline{IMP/BAT})$ , el efecto impositivo;
- RNSA =  $MG \overline{ROT} \overline{EI} = \overline{RSA} \overline{EI} = \overline{BN/ACT}$ , la rentabilidad económica neta;
- END =  $\overline{ACT/RP}$ , el ratio de endeudamiento como medida de la solvencia y del riesgo financiero;
- RRP =  $\overline{RNSA} \overline{END} = \overline{BN/RP}$ , la rentabilidad de los recursos propios o rentabilidad financiera; y
- RET =  $(\overline{BN - DIV})/BN$ , el coeficiente de retención de beneficios, es decir, el complemento a uno del *payout ratio* ( $\overline{DIV/BN}$ ).

Esta expresión permite una mejor comprensión de los factores determinantes del crecimiento sostenible (CS): MG, ROT, EI, END y RET. Al mismo tiempo, se revela como una herramienta de análisis para la gestión y toma de decisiones empresariales, por cuanto detecta la posible necesidad de cambios en las políticas comerciales y de inversión (MG y ROT) y financieras (END y RET) a la vez que orienta sobre la dirección de los mismos en orden a la consecución del objetivo de crecimiento.

Pero, es más, el desglose efectuado pone —igualmente— de manifiesto la posibilidad de «transmitir» el objetivo estratégico de crecimiento rentable a los niveles inferiores de la organización a través de su traducción en objetivos concretos y particulares: margen sobre las ventas, rotación de los activos, nivel de endeudamiento y coeficiente de retención de beneficios. En este sentido, el concepto de crecimiento sostenible —su descomposición y la metodología seguida para su cálculo— se constituye en un importante instrumento de delegación al servicio de la dirección estratégica, por cuanto permite la plasmación de la estrategia global del sistema-empresa en planes de actuación concretos y desagregados —pero articulados entre sí—, relativos a los diferentes subsistemas empresariales: producción, inversión, financiación y comercialización.

### 3. Análisis de los factores determinantes del crecimiento sostenible

Bajo este epígrafe, el problema que se plantea es determinar sobre cual —o cuales— de las variables (MG, ROT, EI, END y RET) que definen el crecimiento sostenible (CS) puede actuar la empresa, a fin de alcanzar el nivel de expansión deseado.

La mejora de la tasa de crecimiento sostenible (CS) puede lograrse a través de acciones concretas dirigidas a la elevación de los ratios MG, ROT, EI, END y RET. Sin embargo, ni el margen sobre ventas, ni la rotación de los activos, ni la capacidad de endeudamiento, ni la retención de beneficios, ni —en mayor medida— el efecto impositivo pueden aumentar indefinidamente. En este sentido, un análisis de los elementos que intervienen en la capacidad de crecimiento de la firma normalmente revelará las limitaciones a las que está sujeta su expansión.

El manejo de los factores determinantes del crecimiento sostenible (CS) se encuentra restringido por la influencia del entorno, entendido como el conjunto de fuerzas —variables— que son externas a la empresa —o están fuera de su esfera de control— y que son potencialmente relevantes para la misma. El medio ambiente repercute y establece límites en los procesos de determinación de objetivos y de toma de decisiones así como en la realización de actividades empresariales. Para sobrevivir en este medio dinámico y alcanzar sus objetivos, la empresa —más concretamente, la dirección de la misma— deberá ser capaz de identificar esas

fuerzas cambiantes, prever su sentido e intensidad y ajustar o adaptar sus decisiones a estos aspectos.

Sin ánimo de ser exhaustivos, y a título de ejemplo, citaremos algunas de las variables que influyen — en mayor o menor medida — sobre cada uno de los factores determinantes del crecimiento sostenible (MG, ROT, EI, END y RET): legislación aplicable, grado de competencia en el sector, actitudes de la dirección, comportamiento del accionista,...

Así, el nivel de competencia y el grado de rivalidad en el sector limitan los cambios favorables en el margen sobre las ventas (MG). En una sociedad libre, la competencia es imposible de regular. Las empresas no pueden evitar que otras compañías entren en el mercado; tampoco pueden controlar a sus competidores. Tan sólo resulta factible reaccionar a su influencia y competir con ellos. En este sentido, el precio es utilizado — con frecuencia — como un instrumento capaz de proporcionar ventajas competitivas. En consecuencia, las situaciones caracterizadas por elevados grados de rivalidad — en un sector determinado — conducen inevitablemente a la imposibilidad de mantener de forma indefinida un elevado margen sobre las ventas y, mucho menos, un margen creciente. En el sector bancario, en concreto, la «competencia en precios» desemboca en la reducción gradual del diferencial de interés de las operaciones activas y pasivas, y, consiguientemente, en la caída paulatina del ratio MG, tan sólo atemperada por el carácter oligopolístico del sector.

Por lo que respecta al efecto impositivo (EI), su evolución en el tiempo viene determinada por la política fiscal — recaudatoria — del gobierno. La capacidad de maniobra de la empresa se limita al máximo aprovechamiento de las ventajas fiscales ofrecidas.

De otro lado, la expansión indefinida del ratio de endeudamiento ( $\overline{\text{END}}$ ), definido como  $\text{ACT/RP}$ , se ve frenada por la consiguiente degradación de la capacidad y estabilidad financieras y el correlativo aumento del riesgo de insolvencia. La evaluación de la solvencia resulta esencial, ya que tanto el accionista como el obligacionista — de la empresa — exigen rentabilidades adecuadas a los niveles de riesgo que han de asumir. Desde este punto de vista, la aversión al riesgo y la prudencia financiera de la dirección limitan la utilización del efecto apalancamiento como instrumento para potenciar la rentabilidad de los recursos propios y, de esta forma, el crecimiento sostenible. Además, y en particular para el sector bancario, habría que considerar la existencia de unos niveles mínimos de capitalización exigidos legalmente.

De todo lo expuesto podría desprenderse la imposibilidad de utilizar las variables MG, EI y  $\overline{\text{END}}$  como medios de ampliar los límites del crecimiento sostenible. En efecto, el entorno actual parece haber agotado las posibilidades de generar crecimiento sostenible a través de la mejora del margen sobre ventas y de un mayor ratio de endeudamiento. Consecuentemente, las variables ROT (rotación de

los activos) y RET (retención de beneficios) se convertirían en los factores clave determinantes del CS.

En este sentido, un coeficiente de retención igual a la unidad ( $RET = 1$ ) sería una condición necesaria para maximizar la capacidad de crecimiento sostenible (CS). Sin embargo, como ya hicimos notar, de la simple observación de la realidad se desprende que la mayor parte de las empresas que obtienen ganancias reparte una fracción de las mismas en forma de dividendos. La pregunta surge inmediatamente: ¿por qué no se utiliza la retención total de beneficios para financiar el crecimiento? Es decir, ¿por qué empresas con capacidad suficiente para generar oportunidades rentables de inversión distribuyen dividendos renunciando así a mayores posibilidades de crecimiento?

La respuesta —cualquiera que sea ésta— ha de ser dada en términos del efecto —si existe— del reparto de las ganancias via dividendos sobre el precio bursátil de las acciones; y dependerá, en última instancia, de la conexión que se establezca entre, de un lado, la política de distribución de la renta empresarial —representada por el ratio *payout* o por, su complementario, el coeficiente de retención— y, de otro, el valor de la empresa en el mercado. El problema de fondo es precisar si los valores de mercado vienen determinados por la corriente de beneficios esperados —tesis de neutralidad de los dividendos— o por el flujo de dividendos esperados —tesis de no neutralidad—. Sin embargo, el debate sobre la relevancia o irrelevancia de la política de distribución sigue abierto, en tanto que, para la teoría financiera moderna, la decisión sobre el reparto del excedente a los accionistas a través de los dividendos no tiene una explicación satisfactoria. Por otra parte, no es objetivo del presente trabajo efectuar un repaso —por muy sucinto que sea— de la extensa literatura positiva y normativa al respecto<sup>7</sup>, sino simplemente señalar alguna aportación que justifique el pago de dividendos, sobre todo cuando la empresa se encuentra frente a oportunidades de negocio suficientemente atractivas.

Del examen de la discusión teórico-empírica en torno a la política de distribución, es posible extraer la conclusión de que ambas posturas enfrentadas —relevancia e irrelevancia— tienen un punto en común: coinciden en señalar que los pagos efectuados a los accionistas transmiten información al mercado bursátil acerca de las expectativas futuras de la empresa (Azofra Palenzuela, 1986, p. 263). En este sentido, autores muy destacados entre los defensores de la neutralidad o irrelevancia de los dividendos en relación con el precio de la acción, no tienen inconveniente en admitir el posible «contenido informativo» de los dividendos (v. por ejemplo, Miller y Modigliani, 1961). El valor de la empresa depende únicamente de su capacidad de generar excedentes con independencia de su posterior distribución. Sin embargo, ante el anuncio del dividendo, el mercado quizás res-

7. Una síntesis de las grandes líneas por las que ha venido discurriendo la polémica sobre los dividendos puede verse en Rodríguez Fernández (1987).

ponda con movimientos en el precio de las acciones, pero no por efecto del dividendo en sí mismo sino como reflejo de las oportunidades futuras de crecimiento y de beneficio que se le brindan a la empresa<sup>8</sup>.

Partiendo de la idea de que la dirección dispone de informaciones privilegiadas — existencia de asimetrías en la información — que le permiten evaluar las rentas esperadas de su empresa, la «teoría de las señales» reserva un papel importante a la política de reparto en la transmisión al mercado de una información útil acerca de las expectativas vislumbradas para la compañía por sus responsables inmediatos. En esta línea, Bhattacharya (1979) insiste en que probablemente los dividendos suministran información sobre el valor de la firma en paralelo — y como complemento — a la comunicada por otras vías, por ejemplo, los estados financieros del ejercicio.

Por su parte, los inversores interpretan los dividendos como indicio de la marcha de la sociedad y, por ello, su elevación o descenso suele repercutir en el precio de las acciones. Así, a pesar de que el mejor indicador de la rentabilidad económica y financiera de la empresa debiera ser el beneficio operativo neto, por razones psicológicas y de preferencia por la liquidez, el dividendo se revela como la «señal» más importante que el accionista recibe sobre la situación de la firma. Para éste, los rendimientos percibidos en forma de dividendos suponen algo tangible que inspira confianza en la gestión de la firma y que se traduce en una cotización relativamente sostenida de sus acciones en el mercado (Suárez Suárez, 1986, p. 594).

Este razonamiento implica que la dirección intentará reducir al máximo posible el envío de señales susceptibles de ser interpretadas por el mercado como indicios de un porvenir problemático. Bajo este punto de vista, las reducciones de dividendos aparecen como señales especialmente alarmantes, que los mercados financieros pueden sancionar con rigor. Además, es razonable suponer que la reacción negativa será tanto mayor cuanto menos fiabilidad se conceda a los otros canales de información, en especial, a los estados contables (Ballarín, 1985, p. 175).

Así pues, a pesar de la falta de un consenso — en el marco de la moderna teoría financiera — capaz de comprender y explicar el comportamiento de las empresas en cuanto a la elección de tal o cual política de dividendos, es posible reconocer en las diferentes posturas un punto de contacto; a saber: la consideración — aunque por razones diversas — de una cierta aversión, por parte de las firmas, a reducir los dividendos y, consecuentemente, la defensa de una relativa estabilidad de los mismos. Varios estudios empíricos, entre los que cabe destacar los de Asquith y Mullins (1983), Adjaoud (1986) y Gutiérrez Cillán y otros (1988), parecen confirmarlo.

8. Como afirma Hampton (1982, p.395), conforme a la premisa de Miller-Modigliani, el cambio en el dividendo proporciona la ocasión para variaciones del precio; no es la causa de la alteración del precio.

De esta forma, aumentar el crecimiento sostenible a través de un mayor coeficiente de retención (RET) es una alternativa tan poco factible como la del endeudamiento (END).

A modo de conclusión de este apartado, cabría señalar la necesidad de incrementar la rentabilidad sobre los activos (RSA), a través del ratio ROT (intensidad de capital), como principal instrumento generador de crecimiento, admitida la sospecha de que la utilización indiscriminada del endeudamiento (END) y de la política de retención (RET), como fuentes de expansión empresarial, no resulta viable a largo plazo. La mejora de la eficacia en la utilización de los activos, en términos de generación de ventas, (ROT) se convierte, de este modo, en el primer responsable del incremento en la tasa de crecimiento. Sin embargo, no nos cabe la menor duda de que, en determinados casos, la clave del éxito en la creación de valor económico bien pudiera estar en una orquestación inteligente de la estructura de capital y del reparto de dividendos (Ballarín, 1985, p. 156).

#### 4. Aplicación del «modelo de crecimiento sostenible» al análisis del sector de la banca privada española

A partir del desarrollo teórico descrito, y sin mayor pretensión que hacer patente la utilidad del «modelo general de crecimiento sostenible» como una importante herramienta de análisis para la gestión y toma de decisiones empresariales, — en este epígrafe — se lleva a cabo una aplicación al estudio de viabilidad del sector<sup>9</sup> de la banca privada española. En concreto, nos centramos en la determinación del ritmo de crecimiento que, en términos agregados, puede mantener el sector, así como en el examen de aquellos factores que son determinantes de la expansión rentable, equilibrada y financieramente sostenible; todo ello para el período muestral 1975-85.

La investigación se desarrolla en tres etapas. En primer lugar se efectúa un estudio comparativo de las tasas de crecimiento de las ventas<sup>10</sup> (CV), de los activos (CACT) y de los recursos propios (CRP), definidas<sup>11</sup> como

9. En este sentido, merece ser destacado el trabajo de Fernández y otros (1988), llevado a cabo para un total de 66 sectores españoles.

10. Por mantener la notación, diremos «ventas» para referirnos a «productos financieros».

11. Únicamente en este caso, por razones operativas y de homogeneización de resultados, nos vemos obligados a definir las tasas de crecimiento de los activos (CACT) y de los recursos propios (CRP) como la variación porcentual de sus valores medios a lo largo del período considerado, es decir,

$$\frac{\text{CACT}}{\text{CRP}} = \frac{(\text{ACT} - \text{ACT}_0)/\text{ACT}}{(\text{RP} - \text{RP}_0)/\text{RP}}$$

Sólo así el factor EV tomará el valor unidad en situaciones de constancia del ratio ROT —definido como  $V/\text{ACT}$ —, adquiriendo su verdadero significado.

En general se cumple:  $\Delta V = V - V_0 = \text{ACT} \text{ ROT} - \text{ACT}_0 \text{ ROT}_0$ .

Si  $\text{ROT} = \text{ROT}_0$ , es decir,  $V/\text{ACT} = V_0/\text{ACT}_0$ , entonces

$$\Delta V = (\text{ACT} - \text{ACT}_0) \text{ ROT} = \Delta \text{ACT} \text{ ROT} = \Delta \text{ACT} (V/\text{ACT}) \text{ y}$$

$$CV = (V - V_0)/V,$$

$$\overline{CACT} = (\overline{ACT} - \overline{ACT}_0)/\overline{ACT},$$

$$\overline{CRP} = (\overline{RP} - \overline{RP}_0)/\overline{RP},$$

y relacionadas entre sí gracias a la introducción de los factores  $\overline{EV}$  y  $\overline{MCRP}$ ,

$$CV = \overline{EV} \overline{CACT},$$

$$\overline{CACT} = \overline{MCRP} \overline{CRP}.$$

Ello nos permitirá, en última instancia, poner de manifiesto las trayectorias seguidas – a lo largo del periodo considerado – por el ratio rotación de los activos (ROT) y por el coeficiente de endeudamiento ( $\overline{END}$ ), así como sus influencias respectivas sobre la capacidad de crecimiento del sector.

En segundo lugar, partiendo de la expresión

$$CACT = MCRP CRP = MCRP (CS + CNS),$$

donde:

$$CACT = (\overline{ACT} - \overline{ACT}_0)/\overline{ACT},$$

$$CRP = (\overline{RP} - \overline{RP}_0)/\overline{RP},$$

$$CS = \overline{BRET}/\overline{RP},$$

$$CNS = \overline{CRP} - CS,$$

se examina la evolución de la tasa de crecimiento sostenible (CS) en el marco del crecimiento impuesto por las decisiones de inversión (CACT).

Por último, la descomposición del crecimiento sostenible (CS) en sus factores determinantes,

$$CS = MG ROT EI \overline{END} RET,$$

donde:

$$MG = \overline{BAT}/V,$$

$$ROT = V/\overline{ACT},$$

$$EI = \overline{BN}/\overline{BAT},$$

$$\overline{END} = \overline{ACT}/\overline{RP},$$

$$RET = \overline{BRET}/\overline{BN},$$

permite realizar un análisis de las diferentes políticas funcionales en términos de su impacto final en la rentabilidad financiera (RRP) y en la citada tasa de crecimiento (CS).

La base de datos empleada en la investigación procede de los *Anuarios Estadísticos de la Banca Privada* (1974-86), editados por el Consejo Superior Bancario.

$$\overline{EV} = CV/\overline{CACT} = (\Delta V/\Delta \overline{ACT}) (\overline{ACT}/V) = (\Delta V/\Delta \overline{ACT}) (1/ROT) = \Delta V/\Delta V = 1$$

Si, en  $CV = \overline{EV} \overline{CACT}$ ,  $\overline{EV}$  toma el valor unidad entonces  $CV = \overline{CACT}$ .

Estas publicaciones anuales proporcionan información individualizada, entre otras, del balance y cuenta de resultados de los bancos privados — españoles y extranjeros — con sucursales en territorio nacional. Puesto que el estudio se efectúa para el conjunto del sector — privado español —, y no a nivel de institución bancaria, las tasas de crecimiento y los ratios económico-financieros se calculan a partir de unos balances y cuentas de resultados — ambos — agregados que previamente hubimos de confeccionar.

Los resultados obtenidos en las distintas fases del trabajo se presentan, respectivamente, en los cuadros 1, 2 y 3. A continuación se interpretan de forma necesariamente resumida.

La simple observación del cuadro 1 revela la existencia, en los siete primeros ejercicios, de unas tasas de crecimiento de las ventas (CV) superiores a las correspondientes a los activos medios (CACT), lo que pone de manifiesto la mejora gradual de la eficacia en el empleo de los recursos disponibles (EV mayor que uno y ratio ROT creciente)<sup>12</sup>. Sin embargo, esta evolución — tan favorable — cambia de sentido a partir de 1982 (CV menor que CACT), evidenciando una pérdida de los niveles de eficacia previamente alcanzados (EV menor que uno y ratio ROT decreciente). El sector bancario — en estos últimos años — se muestra incapaz de lograr un crecimiento real de las ventas (CV) al menos igual al crecimiento sostenible de las mismas (CSV = CACT).

CUADRO 1  
Descomposición del crecimiento de las ventas (CV)

AÑO	MCRP	CRP*	CACT*	EV	CV*
1976	0,961	19,547	18,782	1,146	21,531
1977	1,356	13,177	17,902	1,428	25,557
1978	1,172	11,706	13,722	1,993	27,361
1979	0,906	16,159	14,636	1,334	19,521
1980	1,267	12,850	16,283	1,359	22,136
1981	1,419	10,902	15,466	1,536	23,758
1982	1,651	10,604	17,508	1,130	19,783
1983	2,464	6,515	16,055	0,650	10,431
1984	1,041	13,446	13,995	0,828	11,594
1985	0,795	13,937	11,085	—	—

\* Tasas en tanto por ciento.

12. Recordamos la relación entre EV y los cambios en el ratio ROT:

$\overline{EV} > 1 \Leftrightarrow ROT > ROT_0$  (ratio ROT creciente)

$\overline{EV} = 1 \Leftrightarrow ROT = ROT_0$  (ratio ROT constante)

$\overline{EV} < 1 \Leftrightarrow ROT < ROT_0$  (ratio ROT decreciente)



**CUADRO 2**  
Descomposición del crecimiento de los activos (CACT)

AÑO	CS*	CNS*	CRP*	MCRP	CACT*
1975	6,787	18,252	25,039	0,733	18,342
1976	6,234	12,715	18,949	1,196	22,667
1977	4,981	4,921	9,902	1,736	17,194
1978	5,409	9,261	14,670	0,860	12,610
1979	4,880	15,139	20,019	0,925	18,509
1980	5,621	2,632	8,253	2,069	17,072
1981	6,249	8,202	14,451	1,142	16,500
1982	5,397	2,891	8,288	2,583	21,405
1883	5,597	-0,316	5,281	2,678	14,142
1984	5,165	17,157	22,322	0,709	15,827
1985	5,746	2,917	8,663	0,935	8,098

\* Tasas en tanto por ciento

Por otra parte, las bruscas fluctuaciones que sufren las series CV (ver cuadro 1), CACT, CRP y CNS (ver cuadro 2) impiden apreciar con claridad las tendencias generales que rigen sus evoluciones respectivas. Para facilitar el análisis y hacer perceptible la «ley de base subyacente» en cada una de ellas, obtenemos – y representamos en el gráfico 1– las series «suavizadas» (CV<sub>3</sub>, CACT<sub>3</sub>, CRP<sub>3</sub>, CNS<sub>3</sub> y CS<sub>3</sub>) mediante la aplicación de unas medias móviles simples centradas, concretamente de orden tres.

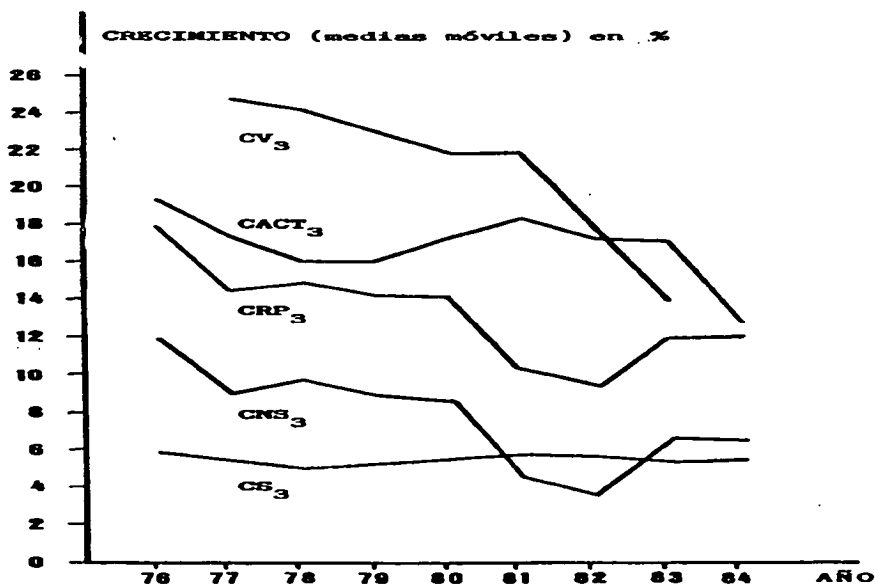


GRAFICO 1

La existencia (ver gráfico 1) de unas tasas de crecimiento de los activos (CACT<sub>3</sub>) más elevadas que las de los recursos propios (CRP<sub>3</sub>) confirma el paulatino acceso a cada vez más altos niveles de endeudamiento (MCRP mayor que uno y ratio END creciente)<sup>13</sup>. A esta misma conclusión se llega sin más que observar la evolución del factor MCRP (ver cuadro 2), cuyo valor medio se sitúa alrededor de 1,42 (mayor que uno). Sin embargo, resulta interesante comprobar cómo al final del periodo considerado (ver cuadro 2) se produce un cambio brusco en la tendencia creciente del ratio END: el MCRP pasa de niveles superiores a 2'5, en 1982 y 1983, a valores por debajo de la unidad, en los ejercicios siguientes.

Asimismo, el gráfico 1 pone de manifiesto una progresiva disminución en las tasas CV<sub>3</sub>, CACT<sub>3</sub>, CRP<sub>3</sub> y CNS<sub>3</sub>, evolución que contrasta con el comportamiento relativamente estable de la tasa de crecimiento sostenible (CS<sub>3</sub>).

De todo lo expuesto es posible extraer dos interesantes conclusiones: por un lado, el progresivo aumento de importancia relativa de la retención de beneficios (BRET) en la financiación del crecimiento de los recursos propios (CRP) — consecuencia de la evolución decreciente de CNS y CRP y de la estabilidad de CS — y, por tanto, en la del crecimiento de la empresa (CACT); por otro, la existencia de un «proceso de acercamiento» entre las tasas CV, CACT y CRP, resultado de las tendencias al estancamiento que se observa — a partir de 1982 — en el comportamiento de los ratios ROT y END.

LLegados a este punto sólo resta efectuar un análisis de los factores determinantes del crecimiento sostenible en términos de su impacto final en la rentabilidad y en la tasa de crecimiento alcanzadas. Los resultados obtenidos en esta fase del estudio se exponen en el cuadro 3 y se representan en los gráficos 2 y 3.

A lo largo del periodo 1975-82, la continuada mejora del ratio ROT — indicador del grado de eficacia en el empleo de los recursos disponibles — se manifiesta insuficiente para compensar la prolongada caída del margen sobre ventas (MG). La consecuencia es, evidentemente, una rentabilidad sobre activos (RSA = MG ROT) con tendencia decreciente, pasando del 1,29% en 1975 al 0,83% en 1984, lo que supone una reducción del 36%.

Por su parte, el efecto impositivo (EI) — excepto en los tres primeros ejercicios, en los que se sitúa alrededor del 69,4% — mantiene un comportamiento relativamente estable en torno al 77% — tipo impositivo medio del 23% —, dando lugar a una rentabilidad neta sobre activos (RNSA = RSA EI) con evolución descendente y paralela a la de RSA.

13 Recordamos la relación entre MCRP y los cambios en el coeficiente END:

$MCRP > 1 \Leftrightarrow \overline{END} > \overline{END}_0$  (coeficiente END creciente)

$MCRP = 1 \Leftrightarrow \overline{END} = \overline{END}_0$  (coeficiente END constante)

$MCRP < 1 \Leftrightarrow \overline{END} < \overline{END}_0$  (coeficiente END decreciente)

CUADRO 3  
Factores determinantes del crecimiento sostenible (CS) \*

AÑO	MG	ROT	(RSA)	EI	(RNSA)	<u>END</u>	(RRP)	RET	(CS)
1975	15,029	8,610	1,294	69,482	0,899	12,894	11,594	58,545	6,787
1976	14,196	8,912	1,265	69,250	0,876	12,773	11,191	55,703	6,234
1977	11,051	9,829	1,086	69,580	0,756	13,508	10,209	48,790	4,981
1978	8,384	11,674	0,979	74,332	0,728	13,824	10,057	53,783	5,409
1979	7,385	12,383	0,914	75,683	0,692	13,577	9,396	51,939	4,880
1980	7,011	13,313	0,933	76,511	0,714	14,134	10,093	55,688	5,621
1981	6,800	14,761	1,004	78,492	0,788	14,897	11,737	53,242	6,249
1982	5,850	15,180	0,888	78,979	0,701	16,144	11,323	47,666	5,397
1983	5,689	14,227	0,809	77,943	0,631	17,978	11,342	49,350	5,597
1984	5,235	13,840	0,724	77,202	0,559	18,093	10,120	51,034	5,165
1985	—	—	0,826	76,559	0,632	17,513	11,077	51,873	5,746

\* Todas las variables, excepto END, vienen dadas en tanto por ciento.

Cada variable entre paréntesis es el producto de las que le preceden sin paréntesis (producto acumulado).

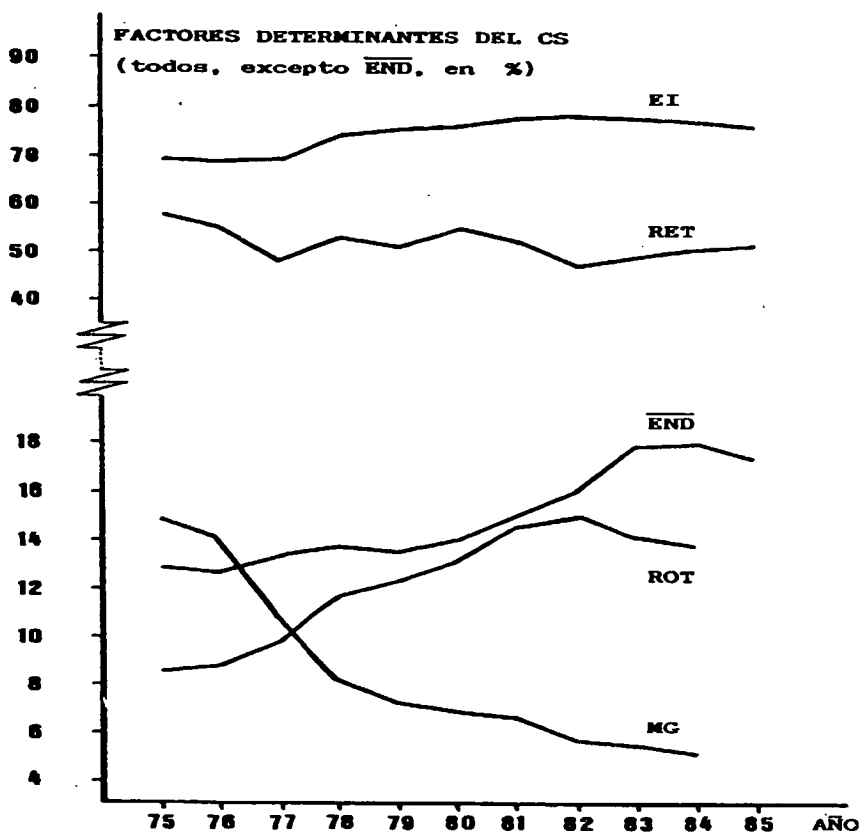


GRAFICO 2

Cabe observar, igualmente, los bajos niveles de rentabilidad económica neta (RNSA) en los que se mueve el sector de la banca –en cualquier caso, inferiores al 1%–. La naturaleza del negocio bancario lleva a que, en términos comparativos con otros sectores, la rentabilidad sobre activos sea ciertamente pequeña a la vez que se hace un uso extensivo del endeudamiento (Ballarín, 1985, p. 163). En esta línea, los resultados obtenidos no sólo ponen de manifiesto la lógica importancia del apalancamiento financiero –ratio ACT/RP del 1800% en 1983 y 1984–, sino también la fuerte tendencia desarrollada durante el periodo 1975-83 a confiar cada vez más en esta variable como fuente de creación de valor para los accionistas. En efecto, a lo largo de dicho periodo el coeficiente de endeudamiento ( $\overline{END}$ ) experimentó un incremento de más del 40%, suficiente –por otra parte– para compensar la caída de la RNSA y generar una rentabilidad financiera (RRP) relativamente constante y superior al 10%. Sin embargo, a partir de 1983 parecen apreciarse síntomas de estancamiento en el ritmo de crecimiento del ratio  $\overline{END}$ .

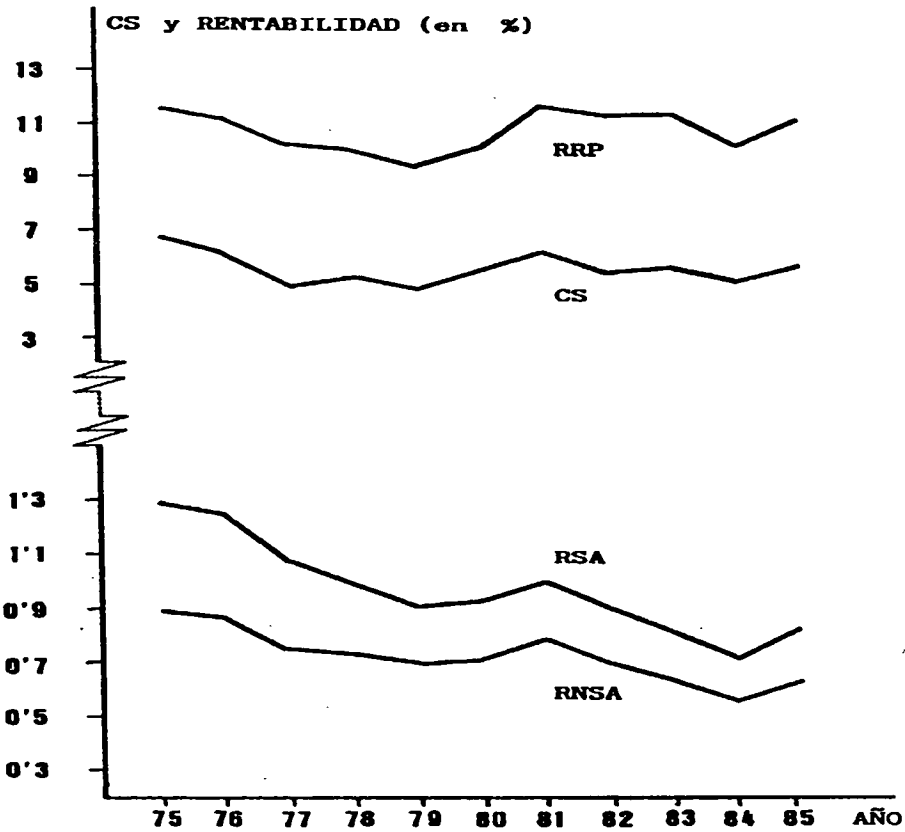


GRAFICO 3

Por último, el análisis de los datos muestra la relativa estabilidad de la política de distribución del beneficio —ratio RET oscilando en una banda entre el 48 y el 58%—, si acaso con una ligera tendencia decreciente en la evolución del coeficiente de retención, lo que parece corroborar la comentada hipótesis del contenido informativo de los dividendos y reflejar, de alguna forma, la actitud de los directivos bancarios, más reacios a reducir el ratio *payout* que a incrementarlo. La consecuencia es, obviamente, una tasa de crecimiento sostenible (CS) prácticamente constante, con un valor medio —a lo largo del periodo— del 5,6%.

A modo de síntesis, tan sólo resta señalar que los resultados alcanzados parecen corroborar los anticipados a nivel teórico —y con carácter de generalidad— en el epígrafe tercero. En efecto, en entornos competitivos y en situaciones de incertidumbre, caracterizados por márgenes (MG) decrecientes, endeudamientos (END) limitados y política de dividendos (RET) estable, la responsabilidad en la ampliación de la tasa de crecimiento de la empresa recae fundamentalmente sobre

la mejora del ratio ROT (intensidad de capital). En el caso concreto del sector bancario, no se trata tanto de elevar el tipo de interés medio de las operaciones activas como de mejorar la «calidad» de sus activos.

## 5. Conclusiones

La consideración de la empresa como un sistema integrado, en el que las diferentes políticas funcionales —producción, inversión, financiación y comercialización— están interrelacionadas, justifica —por sí misma— la búsqueda de un instrumento armonizador de las mismas que permita, al mismo tiempo, orientarlas hacia la consecución del objetivo estratégico global. En este sentido, a lo largo del presente trabajo, hemos pretendido hacer patente la utilidad del «modelo general de crecimiento sostenible» como una importante herramienta —esquema de análisis— al servicio de la dirección estratégica de la firma. En efecto, la descomposición del crecimiento sostenible en sus factores determinantes —MG, ROT, EI, END y RET— pone de manifiesto la posibilidad de «transmitir» el objetivo estratégico de expansión rentable, sostenida y equilibrada a los niveles inferiores de la organización a través de su traducción en planes de actuación concretos y desagregados, pero articulados entre sí.

Por otra parte, el crecimiento sostenible (CS), entendido como el ritmo de crecimiento de la empresa (CACT) compatible con el mantenimiento de su estructura financiera (ratio END constante), se revela, a largo plazo —y en un plano teórico—, como la única posibilidad de expansión que se le presenta a aquella, habida cuenta de la imposibilidad de incrementar indefinidamente el coeficiente de endeudamiento (END). Los resultados obtenidos tras la aplicación del esquema de análisis propuesto al sector de la banca privada española (1975-85) así parecen confirmarlo.

## Bibliografía

- ADJAOUD, F. (1986): «La réticence des firmes à baisser le dividende: le cas canadien», *Finance*, vol. 7, nº 2, décembre, pp. 169-181.
- ASQUITH, P. y MULLINS, D.V. Jr. (1983): «The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders' Wealth», *Journal of Business*, vol. 56, nº 1, January, pp. 77-96.
- AZOFRA PALENZUELA, V. (1986): «Las decisiones de distribución de dividendos en la gran empresa española: sus variables determinantes», *Anales de Estudios Económicos y Empresariales*, nº 1, pp. 257-274.
- BABCOCK, G.C. (1970): «The Concept of Sustainable Growth», *Financial Analyst Journal*, vol. 26, nº 3, May-June, pp. 108-114.
- BALLARIN, E. (1985): *Estrategias Competitivas para la Banca*, Ariel, Barcelona.
- BHATTACHARYA, S. (1979): «Imperfect Information, Dividend Policy, and "The Bird in the Hand" Fallacy», *Bell Journal of Economics and Management Science*, vol. 10, nº 1, Spring, pp. 259-270.

- CUERVO, A. y RIVERO, P. (1986): «El análisis económico-financiero de la empresa», *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. 15, nº 49, enero-abril, pp. 15-33.
- FERNANDEZ, A. I., GARCIA, R. y VENTURA, J. (1988): «Análisis del crecimiento sostenible por los distintos sectores empresariales», Documento de Trabajo, Universidad de Oviedo.
- GUTIERREZ CILLAN, J; RODRIGUEZ FERNANDEZ, J.M. y VALLELADO GONZALEZ, E. (1988): «La política de dividendos en los bancos privados españoles: modelos de comportamiento», multicopia, IV Jornadas de Economía Industrial, Madrid, 22 y 23 de septiembre.
- HAMPTON, J.J. (1982): *Modern Financial Theory: Perfect and Imperfect Markets*, Reston Publishing, Reston (Virginia).
- MILLER, M.H. y MODIGLIANI, F. (1961): «Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares», *Journal of Business*, vol. 34, nº 4, October, pp. 411-433.
- PARES, A. (1979): «Rentabilidad y Endeudamiento en el análisis financiero y la planificación empresarial», *Moneda y Crédito*, nº 151, diciembre, pp. 3-20.
- RODRIGUEZ FERNANDEZ, J.M. (1987): «Discusión teórica y evidencia empírica acerca de la política de dividendos», *Anales de Estudios Económicos y Empresariales*, nº 2, pp. 9-34.
- SALAS, V. (1986): «¿Conoce el Crecimiento Sostenible por su Empresa?», *Alta Dirección*, nº 127, pp. 185-193.
- SUAREZ SUAREZ, A.S. (1986): *Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa*, Pirámide, Madrid, 8ª ed.