

Factores determinantes de la sostenibilidad del crecimiento empresarial

Constantino García Ramos

En la actualidad, el crecimiento ha pasado a ser uno de los principales objetivos de las empresas. Además, si dicho crecimiento es mantenido en el tiempo de forma equilibrada, puede ofrecer un desarrollo sostenible que garantice la supervivencia de las propias empresas.

En este trabajo, se pretenden identificar y analizar los factores que influyen en la sostenibilidad del crecimiento de las empresas, con el fin de poder generar pautas organizativas que contribuyan a dirigir sus recursos y esfuerzos hacia aquellos factores que intervienen de forma más significativa en el desarrollo equilibrado de dichas organizaciones.

Palabras clave: Crecimiento sostenible, factores determinantes, rentabilidad económica.

The issue of growth has become nowadays one of the most important goals in business. If that growth is maintained in time in a balanced way, it can bring a sustainable development able to guarantee the survival of the company.

In this work we will try to identify and analyze the factors influencing the sustainability of growth in companies. The goal is to generate the organizational patterns which contribute to address the company's efforts and resources towards those elements taking significantly part in the balanced development of the organizations.

Key words: Sustainable growth, determining factors, return on assets (ROA).

1. INTRODUCCIÓN

En la actualidad, la globalización es un hecho que afecta, en mayor o menor grado, a todos los países y regiones de cualquier parte

del mundo, no sólo a nivel político, social y cultural, sino también, y de forma más acusada, a nivel económico. Así, son muchas las empresas que se lanzan a la búsqueda y conquista de otros mercados, surgiendo una forma generalizada de crecimiento mediante la internacionalización de las empresas, dónde muchas de ellas pasan a competir de una forma local a otra global, resultando de interés su estudio (Martínez Bobillo 1994).

Por tanto, el crecimiento es uno de los grandes retos a los que se tiene que enfrentar el directivo del siglo XXI, no sólo por el llevado a cabo en el país de origen de las propias empresas, sino por la expansión a otros mercados exteriores, sobre todo aquellos que ofrecen buenas oportunidades de negocio o que presentan unas elevadas tasas de crecimiento muy superiores a la media mundial. Desde el punto de vista financiero, las empresas deben contar con la financiación adecuada para lograr este crecimiento con éxito, siendo el Modelo de Crecimiento Financieramente Sostenible (Sallenave 1984) una útil herramienta de análisis que contribuye a conseguirlo.

En este sentido, la aportación de este trabajo es realizar, mediante la aplicación de dicho Modelo, un análisis económico-financiero, pero realizando una interpretación estratégica de sus resultados, dentro del ámbito de la Economía de la Empresa (Marbella 1994). Para ello, se ha utilizado la información contenida en las Cuentas Anuales Consolidadas del Grupo Telefónica Móviles, por ser una empresa multinacional, de alta tecnología y líder en los mercados en los que opera. Los resultados obtenidos, han proporcionado información acerca de cómo podría financiar su expansión con sus propios medios financieros, se han identificado y analizado aquellos factores que influyen de manera decisiva en el crecimiento sostenible, y se han propuesto estrategias para mejorar la sostenibilidad de su crecimiento futuro y mantener una supervivencia exitosa en todos los mercados en los que opera.

2. REVISIÓN DE LA LITERATURA

En la literatura económica, han sido diversos los autores que han tratado de formular el concepto relativo al crecimiento financieramente sostenible. Así, Hax y Majluf (1984: 139) señalan que dicho crecimiento "representa el crecimiento máximo que la empresa puede soportar mediante el uso de sus recursos internos así como de sus capacidades de endeudamiento". Por su parte, Salas (1986: 187) indica que es "el máximo crecimiento en las ventas que puede sostener la empresa con las políticas

financieras que tiene fijadas y con los resultados operativos que obtiene del negocio". En un sentido similar, Marbella (1994: 243) señala que es "la tasa de aumento de la cifra de negocios y de los activos que puede soportar financieramente una empresa o sector".

Igualmente, han sido diversos los autores que han planteado modelos para intentar determinar el crecimiento financieramente sostenible (Salas 1986; Cuervo 1994; Brealey y Myers 1998). Sin embargo, por su capacidad de análisis, tanto cuantitativa como cualitativa, destaca el Modelo formulado por Sallenave (1984), que es el utilizado en este trabajo y cuya expresión matemática es la siguiente:

Tasa crecimiento fin. sostenible = Tasa crecimiento fin. extrínseco + Tasa crecimiento fin. intrínseco

$$G = \frac{D}{E} (r\acute{a} - i) \cdot P + r\acute{a} \cdot P$$

dónde, G es la tasa de crecimiento financieramente sostenible, D es el importe de la fondos ajenos, E es el de los fondos propios, $r\acute{a}$ es la rentabilidad económica, i es el coste de la financiación ajena y P es la tasa de retención de beneficios. No obstante, dado que quizás represente mejor el coste de los fondos ajenos remunerados por el efecto impositivo (Cuervo 1994), se ha optado por utilizar el coste medio financiero efectivo (i') en lugar del coste medio financiero (i), resultando la siguiente expresión matemática del Modelo:

$$G = \frac{D}{E} (r\acute{a} - i') \cdot P + r\acute{a} \cdot P$$

Por lo que respecta a los trabajos empíricos llevados a cabo en nuestro país relacionados con el crecimiento financieramente sostenible, la mayoría de ellos se han centrado en el análisis tanto a nivel macroeconómico como a nivel sectorial. Así, entre los primeros, destaca el de Maroto (1997), que estudia las interrelaciones entre ahorro e inversión en el ámbito macroeconómico, analizando en particular la incidencia que tiene, entre otros factores, dicho crecimiento para las empresas pequeñas, medianas y grandes entre 1990 y 1995. Por su parte, Salas (1986) determina la tasa de crecimiento financieramente sostenible de la pequeña empresa española de principios de los ochenta, a partir de los datos contenidos en los análisis de la Asociación para el Progreso de la Dirección (APD).

Entre los estudios a nivel sectorial, estaría entre otros el de Gutiérrez Cillán (1988), que analiza los factores determinantes de dicho crecimiento en la banca privada española en el período 1975-1985. Sin embargo, por haber empleado el modelo de crecimiento financieramente sostenible para tratar de analizar aspectos de dirección estratégica de la empresa, destaca el realizado por Marbella (1994: 243), señalando que dicho modelo es "un útil instrumento de análisis económico-financiero y estratégico en el marco de la Economía de la Empresa". En su estudio determina la tasa de dicho crecimiento también a nivel sectorial, concretamente en el sector de vidrio hueco español entre 1987 y 1991, aplicando el modelo de Sallenave (1984) y proponiendo una serie de estrategias para la mejora de dicha tasa.

En este trabajo se pretende realizar un estudio semejante al anterior pero a nivel de empresa, eligiendo para ello al Grupo Telefónica Móviles, por ser líder en la mayoría de los mercados en los que está presente, por operar en negocios de alta tecnología y por su gran expansión a nivel internacional, básicamente Europa, Latinoamérica y Magreb, siendo previsible que continúe en el futuro.

3. DISEÑO DEL ESTUDIO

Se ha optado por un análisis de todo el Grupo Telefónica Móviles, al ser más exhaustivo y completo, y por su homogeneización como Unidad Estratégica de Negocio de telefonía móvil dentro del Grupo Telefónica, aunque con estrategias distintas en función del mercado geográfico en el que opere, resultando todo ello de gran interés.

Se ha partido de la información contenida en las Cuentas Anuales Consolidadas del Grupo Telefónica Móviles, extrayéndose las partidas contables (Tabla 1) que van a ser aplicadas en el Modelo de Sallenave (1984) antes mencionado. El período de análisis elegido ha sido de 5 años (2000-2004), considerándose un horizonte temporal adecuado para el análisis que se pretende llevar a cabo en base a otros estudios previos de referencia (Maroto 1997; Marbella 1994). Hay que señalar que el 2000, como primer año considerado, fue el año en el que se constituyó como persona jurídica con objeto de agrupar todos negocios de comunicaciones móviles del Grupo Telefónica en el mundo, siendo además el año en el que empezó a cotizar en Bolsa.

Tabla 1. Partidas del Grupo Telefónica Móviles (2000-2004)

PARTIDAS (Miles de euros)	2000	2001	2002	2003	2004
Fondos ajenos remunerados (D)	5.532.566	8.914.527	9.375.988	7.870.730	10.318.422
Recursos propios (E)	4.826.289	8.249.933	5.988.253	3.705.582	4.469.071
Activo Neto (AN)	10.358.855	17.164.460	15.364.241	11.576.312	14.787.493
B° Antes de Intereses y Tributos (BAIT)	205.890	1.856.899	(9.915.055)	2.855.341	2.864.075
Gastos Financieros Netos (GFN)	80.548	362.434	415.363	642.205	593.772
B° Antes de Tributos (BAT)	144.388	1.558.893	(10.225.649)	2.477.204	2.510.307
Impuestos (T)	77.867	613.201	(2.131.899)	890.493	898.117
Resultado del Ejercicio (Rdo.)	66.521	945.692	(8.093.750)	1.586.711	1.612.190
Resultado Atribuido a Socios Externos	9.499	47.065	(4.363.029)	21.127	21.720
Resultado del Ejercicio Total (Rdo.Tot.)	76.020	992.757	(3.730.721)	1.607.838	1.633.910
Dividendos (Div.)	-----	-----	757.846	795.955	835.379

Fuente: Telefónica Móviles (2001-2005) y elaboración propia.

No obstante, es preciso resaltar que dada la enorme disparidad que existe entre los autores en relación a cómo utilizar la información contable y cómo emplearla en los diversos ratios económico-financieros para que los mismos resulten representativos (Esteo 1998), se ha acudido a diversos autores buscando asegurar la consistencia de las partidas y ratios utilizados en este trabajo. Ante esta situación, es necesario realizar las siguientes precisiones:

- Los importes de **Fondos Propios** y **Fondos Ajenos** se corresponden con los valores medios de cada ejercicio, puesto que se van a comparar con los resultados o ingresos y con los gastos financieros o resultados, respectivamente, que son magnitudes flujo (Martínez García 1996).
- Puesto que hasta la segunda mitad del año 2000 no se hicieron efectivas las aportaciones del Grupo Telefónica a Telefónica Móviles, S.A., las Cuentas Anuales de dicho ejercicio no son comparables con el resto. Por tanto, con el objeto de informar de la evolución aproximada del Grupo durante el período de estudio considerado y disponer de una información comparable con las operaciones que se desarrollen en los próximos ejercicios, se van a emplear, cuando existan datos disponibles por el grado de desglose de los mismos, las **Cuentas Anuales Combinadas Proforma del Grupo**. En aquellos casos en que no se disponga de los mismos, se harán las salvedades oportunas.
- En los **Fondos Propios** se han incluido las partidas del Pasivo del Balance Consolidado catalogadas como tales; la de socios externos, por representar las participaciones directas e indirectas de accionistas

externos al Grupo en diversas sociedades del mismo y, en consecuencia, pudiendo ser considerados como unos accionistas más, con derecho a participar en los resultados de dichas sociedades; y la partida de ingresos a distribuir en varios ejercicios (Esteo 1998).

- En cuanto a los **Fondos Ajenos**, se han incluido solamente aquellas partidas del Pasivo del Balance Consolidado que suponen el pago de intereses y, por tanto, son considerados como pasivos remunerados. En este sentido, se han tenido en cuenta, tanto a largo como a corto plazo, las emisiones de obligaciones, bonos y otras deudas representadas en valores negociables; las deudas con entidades de crédito, sin incluir las deudas por intereses con las mismas, pues no conlleva el pago de intereses; y las deudas con empresas del Grupo Telefónica (Cuervo 1994).
- Según Rivero Romero (1990: 9) "... solamente se pueden tener en cuenta los llamados costes explícitos o expresos para el cálculo del coste de una fuente de financiación". En consecuencia, en los **Gastos Financieros** no se han considerado las diferencias negativas de cambio, cuyo volumen es significativo, para eliminar los efectos derivados de las fluctuaciones de los tipos cambio en los mercados de divisas, dejando solamente las derivadas del coste de los fondos ajenos remunerados.
- Destacan las **Pérdidas del Ejercicio 2002**, por los gastos extraordinarios ocasionados por la paralización de operaciones comerciales de las licencias UMTS en Alemania, Austria, Italia y Suiza.
- El porcentaje de gasto por **Impuesto sobre Beneficios**, que en el año 2000 pudiera parecer algo excesivo, es el resultante de agrupar los distintos gastos por Impuesto sobre beneficios o asimilables, registrados por aquellas sociedades en las que existe un beneficio fiscal, determinados con arreglo a las disposiciones fiscales vigentes en cada país. Además, la conciliación entre el resultado contable y la base imponible del Impuesto sobre Sociedades, refleja que es debido fundamentalmente al reconocimiento del impuesto diferido en consolidación y al efecto impositivo de las deducciones temporales e ingresos a distribuir, y en menor medida, a las diferencias permanentes y temporales y a los impuestos devengados en el extranjero y otros.
- Sólo se han tenido en cuenta los **Dividendos** distribuidos con cargo a resultados. En este sentido, los del ejercicio 2002 no se han

considerado puesto que fueron distribuidos con cargo a la Prima de Emisión y, en consecuencia, no suponen un reparto de beneficios, razón por la cual, no estuvieron sujetos a la oportuna retención fiscal.

Con las partidas anteriores, se realizó el cálculo de los ratios necesarios (Tabla 2) para aplicar el Modelo propuesto por Sallenave (1984).

Tabla 2. Ratios del Grupo Telefónica Móviles expresados en porcentaje (2000-2004)

Ratios	2000 (*)	2001	2002	2003	2004
Ratio de endeudamiento ($C. End. = \frac{D}{E}$)	1,15	1,08	1,57	2,12	2,31
Rentabilidad económica ($ra = \frac{BAIT}{AN}$)	1,99	10,82	(64,53)	24,67	19,37
Coste medio financiero ($i = \frac{GFN}{D}$)	1,46	4,07	4,43	8,16	5,75
Tipo medio impositivo ($t = \frac{T}{BAT}$)	53,93	39,34	20,85	35,95	35,78
Coste medio financiero efectivo ($i' = i(1 - t)$)	0,67	2,47	3,51	5,23	3,70
Tasa de retención B° ($P = 1 - \frac{Div.}{RdoTot.}$)	100,00	100,00	100,00	50,50	48,87

(*) Ratios no comparables con el resto de ejercicios por falta de desagregación de datos Combinados Proforma.
Fuente: Elaboración propia.

Al igual que para el caso de las partidas empleadas para el cálculo del crecimiento sostenible, también es preciso realizar las siguientes consideraciones tenidas en cuenta a la hora de calcular los ratios anteriores:

- De entre los múltiples procedimientos de cálculo de la **Rentabilidad Económica** (Esteo 1998) se ha optado por el empleado por un gran número de autores, tales como Amat (1994), Cuervo (1994), Martínez García (1996) y Rees (1990).
- El **Coste Medio Financiero** se ha calculado siguiendo a Esteo (1998) y si se tiene en cuenta el efecto impositivo, se puede determinar el coste medio financiero efectivo (Cuervo 1994).

Con los datos anteriores, se determinó el crecimiento financieramente sostenible del Grupo Telefónica Móviles mediante la aplicación del Modelo de Sallenave (1984), realizando posteriormente una análisis de sensibilidad del mismo ante variaciones de sus factores determinantes, con el fin de establecer los que más influyen sobre dicho

crecimiento, para proponer estrategias de actuación que incidan sobre los citados factores.

4. RESULTADOS

Como ya se señaló anteriormente, el modelo de Sallenave (1984) es uno de los más interesantes por su capacidad de análisis, tanto cuantitativa como cualitativa, al proporcionar un análisis del crecimiento financieramente sostenible detallado en sus dos grandes componentes, como muestra su expresión matemática:

Tasa crecimiento fin. sostenible = Tasa crecimiento fin. extrínseco + Tasa crecimiento fin. intrínseco

$$G = \frac{D}{E} (r\acute{a} - i') \cdot P + r\acute{a} \cdot P$$

En la Tabla 3, dejando a parte el crecimiento del ejercicio 2000 por no resultar representativo, al no estar disponibles todos los datos contenidos en las Cuentas Combinadas Proforma necesarios para su comparación con los sucesivos ejercicios, se puede observar que el crecimiento financieramente sostenible del Grupo Telefónica Móviles, es decir, la capacidad para financiar su propio crecimiento, no es demasiado elevado en el 2001, y en el 2002 es negativo, debido a las elevadas pérdidas experimentadas por la paralización de la explotación comercial de las licencias UMTS en Alemania, Suiza, Austria e Italia. Sin embargo, en el 2003 experimentó un crecimiento espectacular debido fundamentalmente a una elevada rentabilidad económica, y disminuyendo sensiblemente en el 2004, por la reducción de la misma y por la política de dividendos llevada a cabo por el Grupo.

Cabe destacar también que durante el 2001 el crecimiento financieramente sostenible estaba determinado básicamente por su componente intrínseco, es decir, por la ausencia del reparto de dividendos a sus accionistas y por una rentabilidad económica no demasiado elevada. Sin embargo, en los siguientes años, es su componente extrínseco el que determina, de una forma más clara, el crecimiento sostenible del Grupo, ocasionado principalmente por una mayor rentabilidad económica (a excepción del ejercicio 2002), lo que provoca grandes diferenciales positivos con el coste medio financiero efectivo y que, debido a la estructura

financiera que eleva la financiación ajena sobre la propia, estimula importantes apalancamientos financieros.

Tabla 3. Crecimiento financieramente sostenible del Grupo Telefónica Móviles expresado en porcentaje (2000-2004)

	2000 (*)	2001	2002	2003	2004
SIN EFECTO IMPOSITIVO					
Crecimiento extrínseco	0,61	7,29	(108,27)	17,71	15,37
Crecimiento intrínseco	1,99	10,82	(64,53)	12,46	9,47
Crecimiento fin. sostenible (G)	2,60	18,11	(172,8)	30,17	24,84
CON EFECTO IMPOSITIVO					
Crecimiento extrínseco	1,51	9,02	(106,82)	20,85	17,68
Crecimiento intrínseco	1,99	10,82	(64,53)	12,46	9,47
Crecimiento fin. sostenible (G)	3,50	19,84	(171,35)	33,31	27,15

(*) No comparables con el resto de ejercicios por falta de desagregación de datos Combinados Proforma.

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 4. Sensibilidad del crecimiento sostenible del Grupo Telefónica Móviles expresada en porcentaje (2004)

Variación de sus componentes		Crecimiento extrínseco	Crecimiento intrínseco	Crecimiento sostenible	Variación del Crecimiento sost.
Variación de $\frac{D}{E}$	-20	14,14	9,47	23,61	-13,04
	-10	15,91	9,47	25,38	-6,52
	0	17,68	9,47	27,15	0,00
	10	19,45	9,47	28,92	6,52
	20	21,22	9,47	30,69	13,04
Variación de $rá$	-20	13,31	7,58	20,89	-23,06
	-10	15,50	8,52	24,02	-11,53
	0	17,68	9,47	27,15	0,00
	10	19,87	10,42	30,29	11,53
	20	22,05	11,36	33,41	23,06
Variación de i	-20	18,52	9,47	27,99	3,09
	-10	18,10	9,47	27,57	1,55
	0	17,68	9,47	27,15	0,00
	10	17,26	9,47	26,73	-1,55
	20	16,85	9,47	26,32	-3,09
Variación de P	-20	14,14	7,58	21,72	-20,00
	-10	15,91	8,52	24,43	-10,00
	0	17,68	9,47	27,15	0,00
	10	19,45	10,42	29,87	10,00
	20	21,22	11,36	32,58	20,00

Fuente: Elaboración propia.

El análisis de sensibilidad realizado para determinar ante cual de sus componentes es más sensible el crecimiento financieramente

sostenible del año 2004 (Tabla 4), refleja que es la rentabilidad económica y la tasa de retención de beneficios, por este orden, los componentes que provocan mayores fluctuaciones en el mismo y, en consecuencia, es sobre los que básicamente debería actuar si se quiere mejorar dicho crecimiento. Estos resultados son muy similares a los encontrados en los trabajos de Marbella (1994), Salas (1986) y Sallenave (1984).

5. ESTRATEGIAS DE MEJORA DEL CRECIMIENTO SOSTENIBLE

Una vez determinado el crecimiento financieramente sostenible del Grupo Telefónica Móviles, con su desglose en su componente intrínseco y extrínseco, y después de realizar el análisis de su sensibilidad ante variaciones de los elementos que lo determinan, se van a indicar aquellas actuaciones estratégicas que pueden contribuir, en mayor medida, a mantener y mejorar la tasa actual de dicho crecimiento en los próximos años y que son las relacionadas básicamente con la rentabilidad económica y con la tasa de retención de beneficios.

5.1. Estrategias de mejora de la rentabilidad económica

Para mejorar la rentabilidad económica (*rá*), se puede utilizar el desarrollo realizado por Du Pont. Así:

$$\text{Rentabilidad Económica (rá)} = \frac{\text{BAIT}}{\text{AN}} = \frac{\text{BAIT}}{\text{Ventas}} \cdot \frac{\text{Ventas}}{\text{AN}} = \text{Margen sobre Ventas} \cdot \text{Rotación}$$

A continuación, se recogen las estrategias que afectarían al margen sobre ventas y a la rotación, con la intención de mejorar la rentabilidad económica y, en consecuencia, aumentar el crecimiento financieramente sostenible del Grupo Telefónica Móviles.

5.1.1. Estrategias de mejora del margen sobre ventas

Para la mejora del BAIT, se tendría que actuar sobre los ingresos y/o sobre los costes, distintos de los financieros y antes de aplicar el impuesto sobre beneficios:

A.- Por el lado de los ingresos, el Grupo Telefónica Móviles podría actuar tanto sobre los precios como sobre el volumen de clientes.

En el primer caso, el margen de actuación no es demasiado amplio, pues todas las operadoras de telefonía móvil están sometidas a marcos regulatorios específicos, estando en ocasiones regulado el régimen de tarifas. Así por ejemplo, el Gobierno español quiere que las tres compañías que operan en su territorio bajen las tarifas por sus servicios, situación que deberá tener en cuenta el Grupo, por su repercusión en sus ingresos. Al contrario que para los precios de sus servicios, dónde si que puede actuar con más amplitud, es mejorando el volumen de clientes gestionados, cuya evolución se muestra por áreas geográficas en la Tabla 5. Como se puede apreciar, durante el período de estudio considerado (2000-2004), los clientes gestionados por el Grupo han pasado de 23,2 a 74,4 millones, lo que representa un importante incremento del 220,69%, sobre todo gracias al mercado Latinoamericano, considerado un mercado en fase de crecimiento. Hay que resaltar que dicho mercado ha sido el principal destino de la Inversión Directa Extranjera (IDE) a nivel internacional en los últimos años, especialmente los países integrantes de MERCOSUR (Chudnovsky 2001). En un sentido similar, Domingo y García (2003) señalan que entre 1990 y 2000 el 59,83% de la IDE de la Unión Europea se materializó en Latinoamérica, básicamente en Argentina, México y Brasil, dónde la IDE de España representó, respectivamente, el 65%, el 47% y el 42% del total de la Unión Europea. No obstante, es preciso señalar que, aunque en España el incremento experimentado ha sido del 38,69%, sin embargo, se puede apreciar que en el año 2004 el número de clientes desciende en 0,6 millones, lo que lleva a caracterizar al mercado español, como un mercado con cierta madurez.

Tabla 5. Clientes gestionados por áreas geográficas del Grupo Telefónica Móviles (2000-2004)

Clientes gestionados (millones)	2000	2001	2002	2003	2004
España	13,7	16,8	18,4	19,6	19,0
Resto de Europa y Cuenca Mediterránea	0,5	1,1	1,6	2,1	2,7
Latinoamérica	9	11,9	21,4	30,1	52,7
Total	23,2	29,8	41,4	51,8	74,4

Fuente: Telefónica Móviles (2001-2005) y elaboración propia.

Por otra parte, no todos los mercados en los que opera el Grupo aportan el mismo valor añadido. Así, Tabla 6 recoge el incremento del 60% de los ingresos totales por operaciones y mercados durante el período considerando, hasta alcanzar los 11.827.591 miles de euros en el 2004, siendo las ventas netas a empresas del Grupo Telefónica una importante fuente de ingresos para el Grupo Telefónica Móviles (12,23%).

No obstante, estos ingresos son más fácilmente controlables, puesto que dependen de las directrices fijadas por aquél Grupo frente a este, por la posición de dominio que tiene sobre el mismo. Sin embargo, la principal fuente de ingresos la constituyen las ventas y las prestaciones de servicio en los mercados en los que opera, fundamentalmente por los servicios móviles, con un sólido crecimiento en Latinoamérica y, en menor medida, por la venta de terminales.

Tabla 6. Ingresos por operaciones y por mercados del Grupo Telefónica Móviles (2000-2004)

Ingresos por operaciones (miles €)	2000	2001	2002	2003	2004
Ventas netas al Grupo Telefónica	(*) n.d.	1.327.089	1.387.755	1.461.320	1.446.267
Ventas netas y prestaciones de servicios:	(*) n.d.	7.017.501	7.673.302	8.608.964	10.381.324
España	(*) n.d.	4.612.564	5.535.110	6.106.989	6.859.711
Brasil	(*) n.d.	1.195.714	1.065.669	1.145.190	1.264.714
México	-----	238.626	463.709	540.018	727.846
Argentina	-----	619.571	193.564	238.772	356.347
Resto	(*) n.d.	351.026	415.250	577.995	1.172.706
Total ventas y prestaciones de servicios	(*) 7.401.200	8.344.590	9.061.057	10.070.284	11.827.591

(*) Importe Combinado Proforma Total, a efectos de comparación. No disponible los parciales Proforma.
Fuente: Telefónica Móviles (2001-2005) y elaboración propia.

Por tanto, puesto que nos encontramos ante mercados distintos y dado que la forma con que contribuye cada uno de ellos a los ingresos es considerablemente diferente, las estrategias a proponer también habrán de ser distintas, debiendo considerar las condiciones económicas, políticas, sociales y culturales específicas de cada uno (McDougall y Oviatt 1996). Además, dichas condiciones han de ser comparadas con las del país de origen para analizar el nivel atractivo que muestra la expansión hacia cada uno de los países de destino (Johanson y Wiedersheim-Paul 1975). En este sentido, las principales características de estos mercados serían:

- **España:** Se trata de un mercado muy competitivo, con una fuerte presión comercial, muy en especial en relación con la portabilidad, y con una creciente madurez. Se trata de un mercado en el que mantiene el liderazgo (19 millones de clientes gestionados en el 2004), con una positiva evolución del consumo, tanto de voz como de datos, siendo muy atractivo para el Grupo por ser el que más ingresos por operaciones aporta (58% en el 2004) y dónde los ingresos medios por cliente gestionado son mayores (361,04 euros/cliente en el 2004). Entre los servicios nuevos que ofrece, está el servicio de conectividad móvil "Oficin@ Movistar UMTS/GPRS" desde noviembre de 2003 y los servicios de videotelefonía UMTS desde mayo de 2004.

- **Brasil:** Es el segundo mercado en importancia del Grupo, con 26,5 millones de clientes gestionados, una aportación del 10,69% de los ingresos por operaciones y unos ingresos medios por cliente gestionado de 47,73 euros en el 2004. Se caracteriza por una fuerte presión competitiva y la entrada de nuevos operadores. Opera a través de una joint venture con Portugal Telecom (Brasilcel) y de la marca VIVO, liderando la captación de nuevos clientes y manteniendo su posicionamiento. Está llevando a cabo una expansión de la cobertura de red, así como el lanzamiento de servicios sobre EVDO, por la creciente utilización de los servicios de datos, que ofrece una velocidad de transmisión de los mismos equiparable a la 3G. Ha aumentado las barreras de entrada en el segmento prepago, fomentado la captación de contratos y las migraciones de prepago a contrato, y centrado sus esfuerzos en los clientes de calidad.
- **México:** Con 5,6 millones de clientes gestionados a cierre de 2004, es el tercer mercado en importancia como fuente de ingresos para el Grupo (6,15%) en dicho período, lo que supone un ingreso medio de 129,97 euros/cliente gestionado. Es la segunda operadora del mercado, destacando por el aumento y la eficiencia de su canal de distribución, la buena evolución del segmento del contrato y el despliegue de su red GSM. Ha implantado la tecnología EDGE sobre su red GSM, que permite ofrecer el servicio de banda ancha móvil más avanzado del mercado mexicano.
- **Argentina y Chile:** El Grupo se ha convertido en la principal compañía de telefonía móvil en ambos países, con 3,4 y 3,3 millones de clientes gestionados a cierre de 2004, y con un coste medio por cliente gestionado de 104,81 y 48,36 euros, respectivamente. Se trata de mercados con fuerte dinamismo, por el despliegue de redes GSM y la mayor actividad comercial por parte de la competencia. Por lo que respecta al mercado argentino, es preciso señalar que a partir del ejercicio 2002 y, debido a la fuerte crisis económica por la que atravesó el país, los ingresos retrocedieron un 68,76%, aunque se han venido recuperando en años posteriores.
- **Marruecos:** Fuerte crecimiento del parque de clientes, que a cierre de 2004 se situaba en algo más de 2,7 millones de clientes, mejorando de manera significativa su posicionamiento en el mercado, en el que sólo está otra operadora estatal.

- **Europa Occidental:** Estarían por un lado las licencias UMTS de Alemania, Suiza e Italia, que en la actualidad continúan sin su explotación comercial, y en la alianza Freemove, consistente en la oferta de productos y servicios comunes a Telefónica Móviles, T-Mobile International, Telecom Italia Mobile y Orange, lanzando a finales de 2004 la Tarifa Única Europea para llamadas en Europa Occidental entre redes de las operadoras de la alianza.

Una vez analizada la situación de los principales mercados en los que opera el Grupo, habría que distinguir entre aquellas actuaciones estratégicas que habría que poner en práctica en España, como mercado maduro que es, y aquellas otras que se deberían implementar en el resto de países, como mercados en crecimiento. Así, en España debería, fundamentalmente:

- Continuar con grandes esfuerzos comerciales, sobre todo en fidelización, enfocados en segmentos de gran potencial de crecimiento y alto valor, fundamentalmente en la modalidad de contrato, como origen por excelencia de los ingresos del Grupo. No obstante, ante la proliferación de segundas líneas y líneas compartidas que resultan inactivas, convendría realizar una gran campaña de captación de cerca de 1,3 millones de tarjetas prepago inactivas. Para ello, podrían ser efectivas las campañas promocionales, consistentes en la obtención de puntos por el abonado, canjeables por descuentos en la compra de terminales, por tráfico o por otro tipo de servicios.
- Intentar renovar la mayor parte de terminales de sus clientes actuales, para fomentar la utilización de los nuevos servicios y aplicaciones 3G, con el fin de amortizar el despliegue actual de la red UMTS.
- Seguir con una importante inversión en I+D+i, con el objeto de mantener el liderazgo tecnológico y de seguir siendo competitivo en un sector donde la misma supone uno de sus principales activos. En este sentido, podría buscar y lanzar nuevos servicios y aplicaciones para cubrir las nuevas necesidades de los clientes, bien sean empresas, particulares, etc., para adelantarse a la competencia.
- Cerrar alianzas estratégicas con otras empresas ajenas al sector de las telecomunicaciones, para dar servicio a los clientes de ambas compañías y buscar soluciones a empresas.
- Continuar con una estrategia de diferenciación de sus competidores, en cuanto a la cobertura proporcionada y a la calidad de servicio.

Por lo que se refiere al **Mercado Latinoamericano**, debería llevar a cabo estrategias encaminadas a:

- Intentar captar una mayor cuota de mercado para lograr mantener o conseguir el liderazgo en los mercados en los que opera actualmente, mediante la fidelización de los clientes actuales y la captación de otros nuevos con campañas comerciales agresivas frente a sus competidores, por ser mercados caracterizados por una elevada competencia, muy especialmente Brasil, México, Argentina y Chile, al estar considerados las principales fuentes de ingresos para el Grupo en la zona, por la estabilidad del entorno macroeconómico de la región y los atractivos crecimientos interanuales en el número de clientes.
- Debería intentar lanzar nuevos servicios en aquellos mercados en los que tenga la suficiente cuota de mercado y que presenten un potencial de crecimiento de los mismos, anticipándose de esta forma a la competencia en dichos países.
- Aumentar las barreras de entrada en el segmento prepago, fomentar la captación de contratos y las migraciones de prepago a contrato, y centrar sus esfuerzos en los clientes de calidad.
- Reforzar su presencia en aquellos mercados en los que no sea demasiado significativa, para lograr el liderazgo, y buscar otros mercados atractivos de Latinoamérica en los que todavía no tenga presencia, mediante la adquisición de operadoras o realizando alianzas estratégicas.

En cuanto **Europa Occidental**, básicamente debería:

- Intentar explotar comercialmente las licencias UMTS adquiridas en Suiza, Italia y Alemania, para rentabilizar las cuantiosas adjudicaciones, sobre la este último país, o bien, si ello no fuese posible, intentar desprenderse de las mismas intentando lograr plusvalías con ello.
- Continuar con las alianzas estratégicas con otras operadoras europeas para dar servicio a sus clientes cuando se desplazan por dicho territorio o para otro tipo de servicios, como la establecida junto con T-Mobile, Vodafone y Orange, que desde junio de 2003 opera bajo la marca Simpay, con el objeto de fomentar la adopción del m-commerce o soluciones de pago a través del móvil, o como la alianza "Freemove", comentada anteriormente.

- Podría ser interesante también, en función de la situación del mercado actual, la expansión hacia otros países europeos, fundamentalmente de los recién incorporados a la Unión Europea, por las posibles expectativas de crecimiento que pueden presentar.

En la zona del Magreb, se podría:

- Continuar con una campaña comercial de captación y fidelización de clientes en el mercado marroquí, que ofrece buenas oportunidades de negocio por su potencial de crecimiento, y dónde la competencia no es demasiado elevada, pues solamente compete con la operadora estatal.
- Intentar realizar la expansión a otros países de la zona que puedan ofrecer buenas oportunidades de negocio.

Como estrategia común a todos los mercados, estaría la de I+D+i como un instrumento fundamental para la obtención de las ventajas competitivas sostenibles, como son la anticipación y la diferenciación en el mercado a través, tanto de la incorporación de nuevas tecnologías mediante el desarrollo de nuevos productos y servicios, como de la incorporación de las TIC (Tecnologías de la Información y Comunicación) en los procesos de negocio, con el objetivo de ser una empresa más eficaz, eficiente, flexible e integrada en torno al cliente. A título de ejemplo, sería interesante idear y desarrollar aplicaciones móviles orientadas al acercamiento de la Administración al ciudadano, gestión automática de incidencias en las empresas, gestión de pedidos, aplicaciones cartográficas, emergencias, etc. En este sentido, no hay que olvidar que la reputación corporativa, considerada por Weigelt y Camerer (1988) como el conjunto de atributos económicos y no económicos unidos a la organización y generados a partir de sus acciones pasadas, es muy alta en el Grupo Telefónica Móviles. Estos atributos contribuyen a determinar, en última instancia, el estatus del Grupo en la industria o sector de la telefonía móvil (Fombrun y Shanley 1990). Además, autores como Herbig *et al.* (1994) señalan que la reputación global de la empresa se deriva conjuntamente de reputaciones tales como la calidad, el marketing, la innovación, etc., actividades sobre las que el Grupo realiza un gran esfuerzo, así como en cuidar su imagen e identidad corporativa, muy relacionadas también con la reputación (Gotsi y Wilson 2001).

B.- Por el lado de los costes, las estrategias para mejorar el margen sobre ventas y, por tanto, la rentabilidad económica podrían

ser las relacionadas con la eficiencia operativa. En este sentido, como se puede observar en la Tabla 7, los gastos operativos han experimentado un incremento del 48,23% en los años considerados, motivado principalmente por el aumento de los aprovisionamientos, básicamente en el año 2004, aunque por debajo del incremento experimentado por los ingresos operativos (60%), lo cual indica una mejora en la eficiencia operativa en el período de análisis considerado.

Tabla 7. Gastos operativos del Grupo Telefónica Móviles (2000-2004)

PARTIDAS (Miles de euros)	2000 (*)	2001	2002	2003	2004
Aprovisionamientos	1.793.800	1.865.860	2.383.980	2.592.541	3.676.302
Gastos de personal	341.800	528.362	539.231	485.993	539.917
Dotaciones para amortizaciones	1.039.500	1.244.618	1.297.926	1.420.648	1.611.003
Otros gastos de explotación	2.807.600	2.566.381	2.389.903	2.581.995	3.040.952
Total Gastos Operativos	5.982.700	6.205.221	6.611.040	7.081.177	8.868.174

(*) Datos Combinados Proforma a efectos de comparación.

Fuente: Telefónica Móviles (2001-2005) y elaboración propia.

De forma detallada, algunas consideraciones en relación a los principales componentes de gastos operativos son:

- **Aprovisionamientos:** Recoge básicamente la compra de terminales e interconexión y es la que más peso tiene dentro de los gastos operativos. Aumentaron un 104,94% entre el 2000 y el 2004, y representan el 31,08% de los ingresos por operaciones en el 2004. Dado que el Grupo está inmerso en una estrategia de expansión internacional, fundamentalmente en Latinoamérica, estos costes no son fácilmente controlables debido a que ha de disponer de nuevos terminales que renueven los existentes, fundamentalmente en México y Argentina, dónde la mayor actividad comercial ha motivado que estos gastos se incrementen en Latinoamérica un 83,6%. En España, y debido a la explotación comercial de la tecnología UMTS, ha provocado el que se haya incrementado la compra de nuevos terminales 3G.
- **Gastos de personal:** Son los que menos incremento han sufrido en el período considerado (57,96%), siendo el número medio de empleados de 13.524 en el 2004, representando el 4,56% de los ingresos por operaciones. Destaca el incremento experimentado en el año 2004, provocado fundamentalmente por incorporaciones de nuevas sociedades al Grupo, por la mejora de los beneficios sociales y por la revisión del convenio colectivo, fundamentalmente en Brasil. Convendría en este sentido, buscar la máxima eficiencia de este

factor productivo, sobre todo mostrando mucha atención en las empresas adquiridas en el 2004, para que no empeore.

- **Dotaciones para amortizaciones:** Han experimentado un incremento del 54,98% (2000-2004) de forma paralela al soportado por las inversiones materiales e inmateriales. Representan un 13,62% de los ingresos por operaciones en el 2004 y, dada la política de expansión internacional y las continuas inversiones en instalaciones técnicas realizadas por el Grupo, sólo es controlable a través de la racionalidad de las inversiones efectuadas.
- **Otros gastos de explotación:** Principalmente, recoge los servicios exteriores derivados de la actividad comercial. Aumentó un 8,31% durante el período considerado, representando el 25,71% de los ingresos por operaciones en el 2004, sobre todo por los mayores gastos de publicidad, básicamente en Brasil, Argentina y México, y por el lanzamiento y promoción de los nuevos servicios 3G en España. Sería aconsejable la mejora de los sistemas de gestión comercial, para incrementar su eficiencia en cuanto a la forma de llegar a los clientes y en cuanto al número de establecimientos destinados a tal fin.

5.1.2. Estrategias de mejora de la rotación

Para la mejora de la rotación, segunda gran actuación para incrementar la rentabilidad económica, el Grupo Telefónica Móviles podría actuar incrementando las ventas y/o disminuyendo el empleo de activos. Puesto que ya se ha hecho mención en cuanto a cómo aumentar las ventas, cabe ahora señalar aquellas actuaciones orientadas al menor empleo de activos.

Tabla 8. Principales activos del Grupo Telefónica Móviles a cierre del ejercicio (2000-2004)

PARTIDAS (Miles de euros)	2000	2001	2002	2003	2004
Inmovilizaciones inmateriales	13.413.532	10.827.582	2.295.227	2.692.699	3.970.422
Inmovilizaciones materiales	3.820.869	5.244.414	4.661.729	4.384.354	5.639.994
Inmovilizaciones financieras	216.377	1.673.452	4.206.165	2.934.749	4.267.312
Activo Circulante	3.111.349	5.569.477	3.107.063	4.124.176	6.227.579
Deudores	1.479.715	2.171.823	1.655.022	2.163.174	2.906.983

Fuente: Telefónica Móviles (2001-2005) y elaboración propia.

En este sentido, el activo neto medio del Grupo ha sufrido un incremento del 42,75% durante el período 2000-2004, como se pudo

apreciar en la Tabla 1, motivado sobre todo por la política de expansión que ha venido llevando a cabo en dicho período. Adicionalmente, en la Tabla 8 se puede apreciar la evolución sufrida por los principales activos a cierre del ejercicio de cada uno de los años considerados. En este caso, los datos del año 2000 sí son comparables con los del resto de años considerados, pues los activos figuran como una magnitud fondo (Martínez García 1996). Según esto:

- **Inmovilizaciones inmateriales:** Los principales componentes son los relativos a concesiones, patentes, licencias y similares, así como las aplicaciones informáticas, que para el año 2004 representaban el 21,53% y 6,36% del activo fijo neto (14.163.000 miles de euros), respectivamente. Las inmovilizaciones inmateriales en general, han sufrido una considerable disminución del 70,4% en el período 2000-2004, ocasionada fundamentalmente por la adquisición durante el 2000 y 2001 de diversas licencias de telefonía móvil de tercera generación (UMTS) en España, Austria, Italia, Suiza y Alemania, debiendo destacarse la de este último país por la importante cuantía que supuso (8.471 millones de euros). Además, en el ejercicio 2002, se llevó a resultados del ejercicio como gastos extraordinarios las menores perspectivas de futuro de dichas licencias, fundamentalmente la alemana, debido a la reconsideración de los planes de negocio iniciales bajo los cuales se contabilizaron. Adicionalmente, a finales del 2003 se procedió a la venta de la licencia UMTS de Austria. El repunte experimentado en el año 2004, recoge principalmente las licencias para explotar los servicios de móviles en los países donde operan las sociedades adquiridas a BellSouth en dicho ejercicio.
- **Inmovilizaciones materiales:** Las instalaciones telefónicas, representadas fundamentalmente por el despliegue de redes, es la principal partida que, a cierre de 2004, representaba una inversión neta de 3.434.690 miles de euros, siendo la de mayor cuantía del activo fijo (24,25%). Durante el período de estudio considerado, las inmovilizaciones materiales en general, han sufrido un incremento del 47,61% básicamente por el aumento y el despliegue de capacidad de redes GSM y GPRS, por las inversiones realizadas en el 2002 con motivo del despliegue de la red UMTS en España, y las resultadas fallidas en el resto de países, como se indicó anteriormente, que posteriormente se dan de baja en el 2003, y por la adquisición a finales de 2004 de 10 sociedades a BellSouth que operaban en

diversos países Latinoamericanos y la compra de Telefónica Móvil de Chile, S.A.

La estrategia propuesta para las inmovilizaciones materiales e inmateriales, es que puesto que el Grupo está llevando a cabo una política clara de expansión, lógicamente parece que en los próximos años dichas inmovilizaciones se incrementarán. Además, debido a que las instalaciones telefónicas tienen una vida útil de entre 5 y 10 años, y los equipos y aplicaciones informáticos, esenciales para una adecuada gestión de su negocio, tienen una duración de entre 3 y 5 años, parece que la continua renovación de los mismos también contribuirá a incrementar dichas inmovilizaciones, ante los rápidos avances de la tecnología y el riesgo de obsolescencia tecnológica. Solamente, reforzar los esfuerzos en I+D+i, para la continua mejora tecnológica, y revisar permanentemente los planes de inversión, para asegurar su racionalidad. Además, dichos incrementos deberían ir acompañados de un incremento más que proporcional de las ventas para mejorar la rotación.

- **Inmovilizaciones financieras:** El principal componente es el de créditos a empresas del Grupo Telefónica, que para el año 2004 representaba el 16,54% del activo fijo neto. Las inmovilizaciones financieras en general, han sufrido un considerable aumento en el período 2000-2004, ocasionado principalmente por el incremento de las participaciones en empresas asociadas en el 2002 y los créditos a empresas del Grupo Telefónica en el 2004. Por tanto, descartadas las actuaciones en la reducción en las participaciones a empresas asociadas, las actuaciones propuestas para mejorar de la rotación, sólo podrían darse en el contexto de una reducción de los créditos al Grupo Telefónica, dándole otra utilidad más operativa a dichos fondos, aunque los planes financieros para el entramado de empresas pertenecientes al mismo, diseñados en instancias superiores, no dejen demasiado margen para ello.
- **Deudores:** Las partida de clientes es la más importante, suponiendo el 32,61% del activo circulante neto (6.227.579 miles de euros) a cierre de 2004. Durante el período de estudio considerado, los deudores en general, han sufrido un incremento del 96,46%, motivado principalmente por el aumento de la partida de clientes. Por tanto, la actuación a seguir por el Grupo, sería estudiar la posibilidad de reducir los plazos de cobro de los clientes, para disminuir su período medio de maduración y mejorar así la rotación.

5.2. *Estrategias de mejora de la tasa de retención de beneficios*

Como ya se señaló anteriormente en el análisis de sensibilidad, a parte de actuaciones sobre la rentabilidad económica, el otro gran componente del crecimiento financieramente sostenible que contribuye de manera significativa a mejorar dicho crecimiento para el Grupo Telefónica Móviles, es la tasa de retención de beneficios. En este sentido, es preciso señalar que es el método más fácilmente manejable por las empresas para mejorar su crecimiento sostenible, aunque hay que destacar que tiene dos grandes posibles utilidades, en principio antagónicas. Por un lado, una alta tasa de retención de beneficios podría contribuir de manera importante a financiar la expansión de las empresas. Por otro lado, dado que dichas empresas desean ofrecer un incentivo a sus accionistas de cara a la cotización de sus acciones en Bolsa, el reparto de dividendos es actualmente una útil herramienta para lograr tal fin.

Sin embargo, esta clara situación antagónica que se da en muchas empresas y que las obliga a adoptar una situación intermedia y lo suficientemente flexible para adaptarse a las necesidades financieras de cada momento, no tiene por qué darse en el Grupo Telefónica Móviles, dado que el día 28 de julio de 2006 las acciones de la sociedad matriz del mismo (Telefónica Móviles, S.A.) dejaron de cotizar al llevarse a cabo una operación de fusión por absorción de dicha sociedad por la matriz del Grupo Telefónica (Telefónica, S.A.), con lo que la retención de beneficios tendrá un papel importante en el futuro para financiar la expansión que previsiblemente va a llevar a cabo el Grupo Telefónica Móviles en los próximos años.

6. CONCLUSIONES

Se ha aplicado el Modelo de Crecimiento Sostenible de Sallenave (1984) con los datos de las Cuentas Anuales Consolidadas del Grupo Telefónica Móviles de los años 2000-2004, que está llevando a cabo una política de expansión internacional muy ambiciosa. Los resultados han señalado que dicho crecimiento se sitúa entre el 19,84% del año 2001 y el 27,15% del 2004, con un crecimiento negativo en el 2002, motivado por la paralización de la explotación comercial de las licencias UMTS en Alemania, Suiza, Austria e Italia.

Realizando su desglose, el que más peso tiene es el componente extrínseco en los años 2003 y 2004, condicionado por una

mayor rentabilidad económica, y por un mayor apalancamiento financiero, provocado por grandes diferenciales positivos con el coste medio financiero efectivo. Al contrario, en el 2001 es el crecimiento intrínseco el que condiciona en mayor medida el crecimiento financieramente sostenible, fundamentalmente por la ausencia del reparto de dividendos a sus accionistas.

El análisis de sensibilidad, identifica a la rentabilidad económica y a la tasa de retención de beneficios como los principales factores determinantes que pueden contribuir en la mejora del crecimiento sostenible del Grupo Telefónica Móviles. En este sentido, se han propuesto una serie de actuaciones estratégicas en dichos factores para proporcionar un crecimiento equilibrado y sostenible.

BIBLIOGRAFÍA

- AMAT, O. (1994) *Análisis de Estados Financieros. Fundamentos y Aplicaciones*. Barcelona: Gestión 2000.
- BREALEY, R. y MYERS, S. (1998) *Fundamentos de Financiación Empresarial*. Madrid: McGraw-Hill.
- CHUDNOVSKY, D. (2001) *El Boom de la Inversión Extranjera Directa en el MERCOSUR*. Madrid: Siglo XXI.
- CUERVO GARCÍA, A. (1994) *Análisis y Planificación Financiera de la Empresa*. Madrid: Cívitas.
- DOMINGO SEGARRA, T. y GARCÍA MENÉNDEZ, L. (2003) "Análisis de los Factores Determinantes de los Flujos de IDE de los Países Comunitarios a América Latina", *Información Comercial Española: Revista de Economía*, 806, abril, pp. 33-46.
- ESTEO SÁNCHEZ, F. (1998) *Análisis Contable de la Rentabilidad Empresarial*. Madrid: Centro de Estudios Financieros.
- FOMBRUN, C.J. y SHANLEY, M. (1990) "What's in a Name? Reputation Building and Corporate Strategy", *Academy of Management Journal*, vol. 33, nº 2, pp. 233-258.
- GOTSI, M. y WILSON, A.M. (2001) "Corporate Reputation: Seeking a Definition", *Corporate Communications: An International Journal*, vol. 6, nº 1, pp. 24-30.

- GUTIÉRREZ CILLÁN, J. (1988) "Los Factores Determinantes del Crecimiento Sostenible: Un análisis Agregado para los Bancos Privados Españoles", *Anales de Estudios Económicos y Empresariales*, 3, pp. 283-308.
- HAX, A.C. y MAJLUF, N.S. (1984) *Strategic Management: An Integrative Perspective*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.
- HERBIG, P.; MILEWICZ, J. y GOLDEN, J. (1994) "A Model of Reputation Building and Destruction", *Journal of Business Research*, vol. 31, nº 1, pp. 23-31.
- JOHANSON, J. y WEIDERSHEIM-PAUL, F. (1975) "The Internationalisation of the Firm: Four Swedish Cases", *Journal of Management Studies*, 12, pp. 305-322.
- MARBELLA SÁNCHEZ, F. (1994) "El crecimiento sostenible en el sector del envase de vidrio español". *ESIC Market*, Abril-Junio, pp. 63-82.
- MAROTO ACÍN, J.A. (1997) "Ahorro Empresarial e Inversión", *Papeles de Economía Española*, 70, pp. 84-99.
- MARTÍNEZ BOBILLO, A. (1994) "Decisiones Financieras en las Empresas Multinacionales y Empresas Españolas: Un Análisis Comparativo Basado en Variables Financieras y Relaciones de Agencia", *Boletín de Estudios Económicos*, vol. 49, nº 152, pp. 335-360.
- MARTÍNEZ GARCÍA, F.J. (1996) *Análisis de Estados Contables. Comentarios y Ejercicios*. Madrid: Pirámide.
- MCDUGALL, P. y OVIATT, B. (1996) "New Venture Internationalization, Strategic Chance, and Performance a Follow-up Study", *Journal of Business Venturing*, vol. 11, nº 1, pp. 23-40.
- REES, B. (1990) *Financial Analysis*. London: Prentice Hall.
- RIVERO ROMERO, J. (1990) "Un Ensayo Sobre la Metodología para la Docencia del Análisis de Cuentas Anuales", *Seminario de Análisis de Estados Económico-Financieros*, mayo, Málaga.
- SALAS FUMÁS, V. (1986) "¿Conoce el crecimiento sostenible por su empresa?", *Alta Dirección*, 127, pp. 185-193.
- SALLENAVE, J.P. (1984) *Dirección Générale et Stratégie d'Entreprise*. París: Les Editions d'Organisation.
- TELEFÓNICA MÓVILES, S.A. (2001-2005) *Informes Anuales (2000-2004)*. Madrid: Telefónica Móviles.
- WEIGELT, K. y CAMERER, C. (1988) "Reputation and Corporate Strategy: A Review of Recent Theory and Applications", *Strategic Management Journal*, vol. 9, nº 5, pp. 443-454.

