

LA RELACIÓN ENTRE LA ESTRUCTURA FINANCIERA Y LA ESTRATEGIA COMPETITIVA DE LA EMPRESA DESDE EL PUNTO DE VISTA DEL CONTROL DEL RIESGO: UNA MENCIÓN ESPECIAL A LA ESTRATEGIA DE DIFERENCIACIÓN

JESÚS VÁZQUEZ ABAD
Departamento de Organización de Empresas y Marketing
Facultad de Ciencias Empresariales de Ourense
Universidad de Vigo

Recibido: 24 octubre 2001

Aceptado: 17 junio 2002

Resumen: La actual situación del entorno impone a la empresa una búsqueda continua de ventajas competitivas a partir de sus recursos y capacidades. En este sentido, este trabajo tiene por objeto el análisis de la función financiera como posible fuente de ventajas competitivas duraderas, teniendo en cuenta que constituye una herramienta estratégica de primer orden de cara al control global del riesgo que soporta la compañía. Para ello, procedemos al estudio de las relaciones existentes entre la política financiera y la estrategia competitiva de la empresa, tomando como referencia distintos argumentos o hipótesis formulados por la teoría financiera.

Palabras clave: Estrategia competitiva / Política financiera / Riesgo interno / Riesgo externo / Estrategia de diferenciación.

THE RELATIONSHIP BETWEEN THE FINANCIAL STRUCTURE AND THE COMPETITIVE STRATEGY FROM THE POINT OF VIEW OF CONTROL RISK: A SPECIAL MENTION TO THE DIFFERENTIATION STRATEGY

Abstract: The current situation of the environment makes the company continually look for competitive advantages from their own resources and capabilities. In this sense, the aim of this paper is to analyse the Financial Policy of the firm as possible source of lasting competitive advantages, taking into account that this policy is a first rate strategic tool to control the global risk that the company has to bear. In order to carry out this analysis we will study the existing relationships between the financial policy and the company competitive strategy departing from the various arguments or hypothesis of the Financial Theory.

Keywords: Competitive strategy / Financial policy / Internal risk / External risk / Differentiation strategy.

1. LA FUNCIÓN FINANCIERA COMO POSIBLE FUENTE DE VENTAJAS COMPETITIVAS PARA LA EMPRESA

La dirección estratégica constituye un proceso dinámico que busca alinear los recursos internos de la organización con su entorno con el fin de lograr un conjunto de objetivos específicos. Así pues, la concepción de la estrategia competitiva se fundamenta en la percepción o en la búsqueda de una o de más ventajas sostenibles, tratando de convertir esas primacías en una fuente de recursos para la empre-

sa, dando lugar a la generación de una posición competitiva fuerte frente a sus rivales en costes o en diferenciación (Porter, 1989).

Si partimos del supuesto de que el entorno de la empresa está compuesto por un conjunto de fuerzas –económicas, tecnológicas, sociopolíticas, etc.– sobre las que la organización posee un control directo muy pequeño o nulo (Schendel y Hofer, 1979; Kracaw, Lewellen y Woo, 1992), caber señalar que la oportunidad de que dispone aquélla para conseguir sus objetivos va a depender básicamente de su capacidad para entender y para aprovechar las oportunidades que le presenta el entorno, así como las restricciones impuestas, respondiendo con políticas apropiadas tanto desde el punto de vista corporativo como funcional.

Ahora bien, cuestiones tales como la simple constatación de una más que habitual heterogeneidad en los resultados obtenidos por empresas de un mismo país y/o de un mismo sector de actividad han cuestionado la supuesta exclusividad de los factores externos como únicos elementos explicativos de la competitividad empresarial.

La obtención de una mayor rentabilidad por parte de una organización ha venido dada por la existencia de recursos y capacidades internas que favorecen un mejor aprovechamiento de las oportunidades que les ofrece el entorno.

En este marco cobra una especial relevancia la discusión existente acerca del papel que juegan las ventajas competitivas de índole financiero a la hora de explicar la cadena de causalidad de la competitividad¹, sin olvidar o negar el papel primordial desempeñado por aquellas ventajas centradas en la articulación de la estructura de activo.

De todo ello se desprende el interés suscitado por el análisis de la política financiera como elemento esencial de la estrategia competitiva, pues constituye una posible fuente de ventajas competitivas para ella o de refuerzo para las ya existentes de índole operativa.

De esta manera, el primer reto que resulta necesario resolver se refiere a la determinación de qué estructura –la de activo o la de pasivo– debe adecuarse, en primer lugar, a los riesgos procedentes del entorno, reservando a la otra estructura un papel adaptativo secundario. En otras palabras, se trata de determinar sobre qué estructura le resultará más fácil a la empresa edificar sus puntos fuertes para que sirvan de elemento diferenciador frente a sus competidores. De esta elección previa va a depender en cierta medida la definición congruente de una determinada estrategia competitiva.

Ahora bien, cuando se trata de analizar la contribución de las estructuras del activo y del pasivo a la formación de ventajas competitivas duraderas y sostenibles,

¹ Si hasta hace un período de tiempo relativamente corto los distintos modelos surgidos en el marco de la literatura estratégica han supuesto un escaso desarrollo del papel de los recursos y capacidades financieras y de las acciones estratégicas asociadas a ellos, desde hace unos años para aquí distintos autores han tratado de llamar la atención sobre el papel que juegan los recursos y capacidades financieras en los modelos que han tratado de explicar la cadena de causalidad de la competitividad empresarial (Acosta Molina y Medina Hernández, 1999).

lo primero que hay que resaltar es que resulta sumamente difícil articular desde la estructura financiera ventajas competitivas radicales y definitivas, sin por ello quitarles la debida importancia que ostentan de cara al éxito de la empresa. Y esto es así porque, en primer lugar, el comportamiento de las diferentes opciones financieras se encuentra fuertemente mediatizado por la evolución económica general y por los continuos cambios de la política monetaria de las autoridades pertinentes, lo que da lugar a una volatilización de la mayor parte de las ventajas que pudieran estar fundamentadas en la estructura financiera. Además, en segundo lugar, es preciso resaltar que las ventajas duraderas que las empresas obtienen radican en su estructura económica, es decir, en la innovación de procesos y de productos², por un lado, y en el desarrollo y en la segmentación de los mercados, por otro. Así pues, de nada vale que la empresa haya articulado una estructura financiera supuestamente óptima si, a la postre, no alcanza a generar unos ingresos satisfactorios. Sin embargo, si la empresa coloca en buenas condiciones sus productos, puede sobrevivir aún en el contexto de una estructura financiera que sería considerada como inadecuada analizada bajo el prisma de la ortodoxia financiera. Por otro tanto, si admitimos que la búsqueda y la creación de ventajas competitivas duraderas descansa fundamentalmente en la articulación de la estructura económica, será precisamente ésta la que habrá que preservar ante el riesgo externo al que se enfrenta la empresa, tratando de impedir una rápida volatilización de las ventajas que a este respecto sean objeto de explotación. Por ello, en lo que sigue asumiremos que es la estructura del activo la que desempeña un papel preponderante en la adecuación de la empresa al entorno, reservando para la estructura financiera un rol secundario de adaptación, dependiendo su mayor o menor importancia del nivel previo de consistencia que se haya materializado para la pertinente estructura del activo³. Dicho de otra forma, resulta evidente que la posición económica de la empresa constituye su motor y la posición financiera figura como un acumulador que proporciona capacidad de maniobra y de resistencia.

² A este respecto cabe matizar que, dada la situación actual en la que los nuevos modelos de negocio sustituyen rápidamente a los antiguos, la innovación no debe aplicarse sólo a las líneas de producto o de proceso y a la obtención de una mayor eficiencia. La unidad de análisis de la innovación es todo el sistema de negocio y, por lo tanto, también afecta a la política financiera.

³ La dimensión de la empresa y, por lo tanto, la cuantía y la estructura de su activo depende, entre otras causas, de la estructura operacional que sobre el particular se seleccione. Así, si para un volumen de facturación y producción dado se opta por la articulación de una importante integración vertical, abordando el proceso de producción y de comercialización con recursos propios en su práctica totalidad, la empresa debe soportar en esa tesitura unos grandes costes operacionales fijos (elevado apalancamiento operativo) y una dimensión relativa del activo considerable. Esa disposición condiciona, en cierta medida, la decisión que con respecto al grado de apalancamiento financiero decida adoptar la organización; es decir, la obliga a ser cautelosa a la hora de estructurar el pasivo de la empresa (bajo apalancamiento financiero). Por el contrario, si optase por subcontratar parcialmente tareas o procesos cuyo resultado final después ensambla en sus instalaciones y factura como propios, la dimensión del activo requerida será mucho menor y la estructura operacional exhibirá un mayor sesgo hacia los gastos variables (débil apalancamiento operativo), lo que permite optar por una estructura financiera más arriesgada (alto apalancamiento financiero).

Así pues, la posición económica puede mejorarse a costa de la financiera dentro de ciertos márgenes y viceversa. Por ejemplo, si se sustituye un activo en alquiler por uno en propiedad, la explotación anual resultará más económica, pero los fondos requeridos para realizar la inversión aumentan el endeudamiento y deterioran la posición financiera. Igualmente, una reducción del volumen de actividad implica menores necesidades de recursos ajenos, mejorando la posición financiera; pero, salvo casos especiales, implicará también una reducción del excedente, empeorando la posición económica.

De este modo, podemos argüir que aunque la estructura financiera generalmente no se erige como un fin en sí misma, sí que constituye, sin embargo, un irrenunciable medio que posibilita la consecución de los objetivos empresariales propuestos. Ante estas consideraciones resulta evidente que la estructura financiera debe ser congruente con el riesgo externo que la empresa soporta y con las características productivas y de comercialización que exhibe, ya que de no hacerlo así se puede llegar a socavar sus futuros márgenes de maniobra ante contingencias de cualquier tipo y, por consiguiente, poner en peligro la viabilidad de la empresa.

Ante este reto, cabe preguntarnos cómo conseguir una ventaja competitiva genuinamente financiera que suponga la creación de valor para el accionista a través de acciones producto/mercado apoyando la competitividad de la empresa, siendo esto posible en función del diferencial $RF - k_e$ ⁴, de la tasa de crecimiento de la empresa (G) (función de la tasa de crecimiento del sector y de los objetivos de participación de mercado que persiguen), y del número de años que es posible prever que persista ese diferencial de rentabilidad. Recordemos que las decisiones genuinamente financieras son las que se refieren a la estructuración del pasivo y el reparto de dividendos. ¿En qué medida las consideraciones anteriores nos ayudan a crear valor en términos tan sólo de este tipo de acciones? El enfoque general debe ser el mismo que en el área producto/mercado: la búsqueda sistemática de imperfecciones de mercado, en términos financieros, y su explotación de la forma más duradera que sea posible, reportándoles unos mayores beneficios para los accionistas⁵.

Una de las primeras posibilidades que se ofrece a la empresa para conseguir una ventaja inicial frente a sus competidores sería la obtención de un coste del capital menor. Caben *a priori* tres formas posibles de reducir su coste del capital:

- Conseguir un menor coste del pasivo exigible oneroso.
- Rebajar el coste que los accionistas exigen sobre el capital de riesgo.
- Diseñar una estructura de financiación que produzca un menor coste ponderado del capital.

⁴ Donde RF es la rentabilidad financiera y K_e es el coste del capital propio para la empresa.

⁵ El nivel de deuda y/o la tasa de variación de la "ratio" de endeudamiento incrementan el apalancamiento financiero de la empresa y, por ende, la rentabilidad de sus recursos propios. De este modo el "ratio" de creación de valor (RF/k_e) se incrementa sobre todo cuando el coste de oportunidad de los accionistas disminuye con la caída de los tipos de interés y crece el valor de mercado de la empresa. Por lo tanto, la deuda condiciona la capitalización bursátil, y de esto se deduce que puede constituir un mecanismo adecuado para controlar las decisiones directivas al orientarlas hacia el objetivo prioritario de los accionistas (Melle Hernández, 1997).

No obstante, la probada eficiencia de los mercados de capitales más desarrollados hace que cada una de estas líneas de acción requiera esfuerzos considerables de creatividad financiera. Pese a todo ello, la experiencia muestra que las oportunidades existen y que un director financiero puede aprovecharse de ellas.

La complejidad de los sistemas fiscales modernos ha creado insospechadas posibilidades en este sentido. Para conseguir un menor coste de la deuda, el director financiero debe localizar *segmentos singulares* en los mercados de capitales con aptencia por un determinado tipo de títulos. La aparición de activos financieros con denominaciones farragosas, tales como “obligaciones convertibles a tipo de interés ajustable”, responde a este propósito de conseguir financiación ajena a un coste inferior al que supondría una tasa competitiva para un nivel equivalente de riesgo.

A veces, un menor coste del capital puede conseguirse vinculando financiación específica a un proyecto de negocio singular. De hecho, éste es el fundamento de la denominada *financiación de proyectos*, fórmula muy frecuente en la explotación de recursos naturales. Si la empresa consigue reducir el riesgo operativo del negocio es posible que los inversores externos se muestren dispuestos a aceptar una estructura de capital más arriesgada –mayor proporción de deuda– de la que hubieran tolerado en otro caso, o bien pueden estar dispuestos a aportar capital de riesgo, exigiendo un menor rendimiento como consecuencia del menor riesgo percibido. En cualquier caso, el resultado es un menor coste y, en consecuencia, una creación de valor genuinamente financiera.

2. LA FUNCIÓN FINANCIERA Y LA ESTRATEGIA COMPETITIVA: RELACIONES E IMPLICACIONES

Son numerosos los estudios que a lo largo de estos últimos años han tratado de aportar un significado a las relaciones existentes entre la estructura financiera y la estrategia competitiva desarrollada por una organización, destacando la gran similitud en los resultados obtenidos en todos ellos (Chung, 1993; Rodríguez Sanz y Vallengómez González, 1994; Acosta Molina y Medina Hernández, 1999).

Uno de los primeros aspectos a reseñar resulta del análisis financiero de aquellas empresas que presentan una clara vocación innovadora. De este modo, las empresas con mayores inversiones en I+D, aun siendo a costa de presentar niveles de deuda elevados, poseen una tasa de variación de su valor de mercado positiva, por lo que en este tipo de empresas esa clase de inversiones son valoradas por el mercado en términos de expectativas favorables de creación de valor en el futuro y de ahí el incremento de la capitalización bursátil del año siguiente.

Además, una organización que lleve a cabo una estrategia apoyada en un proceso continuo de innovación, tanto en productos como en procesos, podría encontrar-

se ante la disminución de la necesidad de financiación del fondo de maniobra. Este hecho supone una liberación de fondos que puede ser empleada para la financiación de nuevos proyectos innovadores, para modificar la composición de la estructura financiera empresarial o para reducir la disminución de recursos financieros que hay que solicitar al considerar una opción de inversión en innovación⁶.

Del mismo modo, cuando la empresa lleva a cabo una estrategia comercial asimétrica (estrategia de diferenciación basada en ofertar una gama de productos diferentes) al combinar las variables RF , k_i ⁷, k_e y G se pone de manifiesto la complejidad competitiva/financiera en la que puede hallarse un negocio concreto. Así pues, podemos contemplar negocios que a pesar de generar caja y de ganar participación de mercado –atributos deseados en los modelos tradicionales de cartera de productos– destruyen, sin embargo, su valor económico porque la rentabilidad que obtienen sobre recursos propios no alcanza la exigida por los inversores externos. Las implicaciones financieras de una estrategia comercial asimétrica, como la que prescribe la cartera de productos, siguen mereciendo una atención especial. En este sentido, las variables consideradas fundamentales por la teoría financiera – RE , apalancamiento financiero, RF , k_i , k_e y G – pueden ayudarnos a detectar si las políticas financieras se armonizan adecuadamente con las distintas estrategias producto-mercado.

Otras posibles relaciones existentes entre la estrategia competitiva de la empresa y su estructura financiera, obtenidas a partir de la revisión de la literatura existente, hacen referencia a:

- 1) Las empresas con una diversificación de activos más grande y con un mayor ratio de activos fijos tienden a usar deuda a más largo plazo en una cuantía mayor, observándose como las empresas tratan de ajustar los vencimientos de sus activos y de sus pasivos (Chung, 1993; Rodríguez Sanz y Vallelado González, 1994).
- 2) Las empresas con oportunidades de crecimiento más alto y con un riesgo operativo mayor tienden a utilizar en una menor proporción deuda, tanto en el largo

⁶ Una adecuada gestión de los procesos de innovación generará una menor necesidad de recursos e incluso permitirá la obtención de fondos adicionales a través de la liberación de capitales comprometidos previamente (García Marco y Álvarez Gil, 1995).

La mejora continuada llevada a cabo por las empresas en los procesos de innovación en productos y procesos supone un efecto financiero positivo (reducción del tiempo del ciclo de fabricación, mayor rotación del inventario en curso, menor duración del período medio de fabricación a financiar). Esas empresas desarrollan nuevos equipos y nuevas formas de configurar plantas, aumentando la flexibilidad de éstas y reduciendo sus ciclos de tiempo de fabricación (Oliver, Delbridge, Jones y Lowe, 1993).

El seguimiento de una filosofía de aprovisionamiento del tipo *just in time* conduciría a una reducción del nivel medio de inventarios de materias primas y, por consiguiente, a una mayor rotación de estos inventarios, acortando la duración del período medio de financiación del aprovisionamiento.

⁷ K_i es el coste del capital ajeno de la empresa.

como en el corto plazo⁸ (Chung, 1993; Rodríguez Sanz y Vallelado González, 1994).

- 3) Y, finalmente, las empresas que operan en industrias reguladas usan más deuda a largo plazo, lo cual indica, quizás, costes de agencia más bajos en industrias reguladas⁹ (Chung, 1993; Rodríguez Sanz y Vallelado González, 1994).

Asimismo, Chung (1993) encuentra que, además del riesgo operativo intrínseco de la empresa, existen otros factores como el grado de aversión al riesgo de los directivos, la infrainversión y los problemas de reemplazo de activos que desarrollan un importante papel en la determinación de la estructura financiera corporativa.

De igual forma, pone de manifiesto el hecho de que las empresas que poseen una Beta de activos más alta (*unlevered Beta*- β_U)¹⁰ manifiestan un menor nivel de deuda tanto en el corto como en el largo plazo. Para Chung (1993) existe una relación inversa entre el apalancamiento financiero y la Beta de los activos, lo cual está relacionado con la noción tradicional de que empresas con un riesgo alto usarían menos deuda. También encuentra una asociación inversa (positiva) entre el riesgo no sistemático de la empresa (diversificación de activos) y la deuda a largo plazo, lo cual apoya la hipótesis común de que la aversión al riesgo y los costes de agencia de la deuda provienen del conflicto accionistas-obligacionistas (acreedores).

Una vez tenidas en cuenta todas estas consideraciones iniciales, y bajo el supuesto del papel preeminente que representa el activo de la empresa como elemento adaptativo al nivel de riesgo externo frente a la estructura de pasivo, trataremos de analizar a lo largo del presente trabajo la cuestión de la congruencia existente entre la estructura financiera y la estrategia competitiva desde la óptica de dos unidades estratégicas de negocios genéricamente diferenciadas en función del grado de sensibilidad que muestran ante la evolución de la economía: por un lado, aquéllas que manifiestan una elevada sensibilidad a la variación experimentada de forma global por la economía, dedicando un apartado concreto al análisis del caso de la estrategia de diferenciación al tratarse de una posible vía minimizadora del riesgo externo; y, por otro, las que muestran escasa dependencia de la evolución de los ciclos

⁸ Este tipo de empresas, consideradas como empresas "gacelas", tienden a subordinar el riesgo económico y el financiero al riesgo competitivo. Así pues, asumen un mayor riesgo que las empresas "normales", y en algunos casos un elevado riesgo financiero derivado de las posibles necesidades que puedan presentar para poder financiar tan alto crecimiento con tal de no dañar su imagen competitiva y cortar su crecimiento.

⁹ Las empresas que operan en industrias reguladas pueden ser capaces de endeudarse más que las empresas que operan en industrias no reguladas (derivado de tener unos menores costes de agencia). Puede observarse también que el riesgo operativo es típicamente menor para industrias reguladas que de las no reguladas, ya que aquellas reguladas se enfrentan a curvas de demanda inelástica para sus *outputs*. Ésta es otra de las razones por las que podemos suponer una capacidad de deuda más alta para empresas reguladas. Estas empresas pueden ser capaces de cargar las pérdidas de operaciones al usuario.

¹⁰ Desde la óptica de la teoría de equilibrio de los activos financieros, el riesgo de cualquier título valor o activo se representa a través de su correspondiente β , siendo β_U la Beta del activo de la empresa, mediante la cual se evalúa su nivel de riesgo. Lógicamente, también representa el riesgo de las acciones de una empresa financiada íntegramente con capital propio.

económicos. Por supuesto, queremos poner de manifiesto que entre una y otra posición extrema tiene cabida todo un amplio abanico de combinaciones posibles y pausibles.

2.1. EMPRESAS PERTENECIENTES A SECTORES FUERTEMENTE DEPENDIENTES DEL CICLO ECONÓMICO

Este tipo de empresas pertenecientes a sectores fuertemente dependientes del ciclo económico soportan un nivel de riesgo externo elevado, fruto del grado de incertidumbre proveniente del entorno (Guisado Tato, 1991).

En este supuesto partimos del hecho de que el entorno específico es altamente arriesgado, por lo que la supervivencia de la empresa dependerá en gran medida de la adopción de una estructura operacional y financiera congruente con el riesgo procedente del exterior. El alto riesgo de mercado es una de las características de las empresas cíclicas y de los proyectos con altos costes fijos. Luego, bajo la asunción de que la estructura que desempeña un rol hegemónico en la materialización adaptativa de la empresa es la del activo, la lógica y la racionalización de la ponderación de riesgos nos conducirá a articular, en primer lugar, una estructura económica sesgada hacia los gastos variables –recurriendo en mayor medida a opciones como la subcontratación frente a la producción propia– con el objeto de que el apalancamiento operativo, considerado como una medida del riesgo interno derivado de su estructura de activo, sea reducido y, por consiguiente, compense el fuerte impacto de la incertidumbre externa sobre el riesgo de los accionistas. Dicho de otro modo, se tratará de ser cautos, articulando una estructura del activo más reducida que la que admite el correspondiente nivel de facturación, con el objeto de preservar la supervivencia y el margen de maniobra de la empresa ante la potencial volatilidad de su demanda.

Asimismo, la estructura financiera también tratará de instrumentar un *ratio* de apalancamiento financiero reducido con el fin de coadyuvar a controlar el elevado riesgo externo. Además, las propias instituciones financieras no serán proclives a facilitar un excesivo endeudamiento, dada la presumible volatilidad de los potenciales ingresos de la empresa.

Ahora bien, el grado de adecuación de la estructura financiera dependerá del que previamente se haya materializado en la correspondiente estructura del activo. Si la respuesta ha consistido en articular un apalancamiento operativo superior a la media que prevalece en el sector, la compensación de riesgos obligará a la empresa a sesgar su estructura financiera hacia el capital propio, instrumentando un apalancamiento financiero inferior al promedio de su sector, con el fin de que los costes fijos globales resultantes –operativos y financieros– sean reducidos e impidan una ampliación desmesurada del elevado riesgo externo (Guisado Tato, 1991).

Por el contrario, si la estructura del activo se ha infradimensionado más intensamente que la media que domina en el sector mediante una mayor recurrencia a la

subcontratación, el apalancamiento financiero de la empresa puede ser ligeramente superior a la media que prevalece en él, tratando de esbozar un riesgo interno equilibrado. De cualquier modo, la osadía financiera nunca será elevada y el apalancamiento financiero resultante será inferior a la media que existe globalmente en la economía, por cuanto las instituciones crediticias impondrán techos reducidos a la capacidad de endeudamiento de las empresas que se ven obligadas a enfrentarse a importantes riesgos externos.

En este último caso, la vertebración interna de riesgos supone, respecto del comportamiento medio del sector, una superior flexibilidad desde el punto de vista operativo a base de asumir una mayor rigidez financiera por cuanto la empresa, además de tener que afrontar el pago de los intereses y la devolución del correspondiente principal en los términos fijados contractualmente, debe enfrentarse frecuentemente al hecho de que los obligacionistas suelen imponer límites concretos al desarrollo de determinadas políticas (endeudamiento, dividendos, etcétera), tratando de impedir que en situaciones de precaria liquidez los dirigentes empresariales puedan operar en contra de sus intereses.

Sin embargo, la rigidez que emana de una estructura financiera no comporta el mismo grado de inflexibilidad que la operativa, ya que la transición desde una estructura fuertemente integrada operacionalmente –elevado apalancamiento operativo– hacia otra de menor integración siempre es traumática y comporta inevitablemente un decidido reajuste de los recursos materiales y humanos originarios que la empresa maneja. Sin embargo, la manipulación y transformación de la estructura financiera no tiene por qué afectar directamente a esos recursos, ya que influye en menor medida en la capacidad competitiva de la empresa y, además, se puede materializar de modo prácticamente instantáneo.

A este respecto, Cantor (1990) refleja la existencia de posibles riesgos a la hora de manipular la estructura de pasivo, resaltando principalmente la existencia de una asociación entre el nivel de apalancamiento y el incremento de la volatilidad en los *ratios* de crecimiento en los gastos en activo fijo y en el empleo. Esa relación implica que un incremento en el nivel medio de endeudamiento de las empresas puede causar que éstas se vuelvan más vulnerable frente a las sacudidas económicas y más sensible ante cambios en la política monetaria.

En dicho estudio las empresas altamente apalancadas aparecen como empresas que han experimentado una volatilidad más grande que la media con respecto a sus gastos en planta, en equipo y en mano de obra. El estudio muestra una relación estadística positiva entre el nivel de apalancamiento y la volatilidad en inversiones (*ratio* de inversión = inversión / capital social de la empresa) y en el empleo.

En consonancia con lo dicho anteriormente, Fazzari, Hubbard y Peterson (1988) en un estudio realizado para un grupo de empresas americanas muestran que aquellas organizaciones que presentaban un alto grado de apalancamiento financiero también manifestaron unos *ratios* de inversión mucho más sensibles a las fluctuaciones en las ventas y en sus *cash flows*.

Así pues, el incremento del apalancamiento eleva la sensibilidad de las inversiones y del empleo respecto de los cambios que se dan en las ventas y en los *cash flows*. Cabe precisar que cuando el incremento del nivel de apalancamiento se hace extensible a muchas empresas del sector es probable que el ese sector se vuelva más volátil y sensible a las fluctuaciones de las ventas y del *cash flow*.

El análisis realizado por Cantor (1990) sugiere como posible explicación a esta mayor volatilidad la elevada sensibilidad a las fluctuaciones en el *cash flow*, debido a que estas empresas normalmente se enfrentan a obligaciones relacionadas con el servicio de la deuda o la amortización del principal elevado y poseen una limitada capacidad para pedir prestados fondos adicionales. De esta forma, será más probable que sus competidores menos endeudados respondan a cambios en el coste y en la demanda mediante ajustes más acusados en el consumo o coste de sus *inputs*, siendo empresas menos agresivas comercialmente al no tener tanta presión a la hora de hacer frente a los pagos de intereses y del principal. Más señaladamente, cuando las ventas caen, incluso temporalmente, las empresas altamente apalancadas pueden elegir posponer inversiones o despedir temporalmente por falta de trabajo a un determinado número de trabajadores hasta que la demanda vuelva a crecer; es decir, reaccionan con más conservadurismo que las empresas menos apalancadas con el fin de evitar caer en la bancarrota.

Cantor (1990) proporciona, asimismo, evidencias de que las diferencias en la volatilidad de las inversiones y del empleo pueden ser debidas más a disparidades en el grado de apalancamiento financiero que a características específicas de la empresa o de la industria que puedan estar correlacionadas con su nivel de apalancamiento. A este respecto, observamos como las empresas más apalancadas experimentan una mayor volatilidad en sus inversiones y en el nivel de empleo que no puede ser atribuida a las características de la industria, al tamaño de las organizaciones y/o a los efectos provocados por un rápido crecimiento. Lógicamente, las empresas con un mayor nivel de apalancamiento varían más su nivel de inversión y empleo en respuesta a variaciones en el *cash flow* (y, quizás, en las ventas) que las empresas con menos nivel de apalancamiento.

Estos resultados sugieren que la elevada volatilidad que presentan las empresas altamente apalancadas no es algo simplemente exógeno, separado de otras fuerzas que afectan a la organización. Así por ejemplo, la política monetaria puede influenciar el empleo y las inversiones totales afectando a las ventas de la empresa y a los costes de intereses y, por consiguiente, a los flujos de caja de las empresas. De hecho, el reciente incremento del nivel de inversiones y de empleo en EE.UU. en la década de los años noventa pudo ser una respuesta a la nueva política monetaria por parte, al menos, de aquellas empresas que incrementaron sustancialmente su apalancamiento.

2.1.1. La estructura de capital y la estrategia de diferenciación

En lo que a la elección de la estrategia competitiva “idónea” se refiere, en cuanto a este tipo de empresas, hay que comenzar por señalar que la existencia de partidas de sectores involucrados en un elevado riesgo externo (β_I) es el resultado en la mayor parte de los casos de que los artículos o bienes que los conforman se muestran excesivamente dependientes de la coyuntura económica como consecuencia del sesgo diferenciador que suele caracterizarlos. Normalmente, los artículos diferenciados incorporan unas características de *deseabilidad* intrínsecas y genuinas, de las que dimana una exigibilidad de un precio elevado. Esto provoca que sean precisamente de estos artículos de los primeros que se prescindan en el avatar de una recesión económica. He aquí una de las claves del elevado riesgo que su producción y comercialización entraña.

No obstante, bajo la asunción de una importante incertidumbre ambiental y, aún en el supuesto de que ésta no proceda de las características intrínsecamente diferenciadoras de los correspondientes artículos, muchos autores señalan que la estrategia competitiva genérica que resulta congruente con un entorno de esta naturaleza es, precisamente, la de diferenciación, como estrategia que minimiza el riesgo al menos en algunas de sus posibles manifestaciones. Entre otros muchos, Hambrick (1983) señala que en general la diferenciación basada en la innovación y en la introducción continua de nuevos productos parece la más adecuada para enfrentarse a entornos mutantes, dinámicos e inciertos. De igual forma, concluye que las empresas fuertemente integradas suelen requerir para su desenvolvimiento entornos de baja incertidumbre o, lo que es lo mismo, la estrategia de liderazgo en costes es más factible en entornos estables. Asimismo, Bühner (1987) habla de la estrategia de diversificación internacional como una vía para minimizar el riesgo al que se enfrenta la organización como consecuencia de su dependencia de la evolución global de la economía por parte de alguno de sus negocios al favorecer aspectos como la innovación y la proximidad al cliente. Así pues, dado que la estrategia de diferenciación se caracteriza por una clara vocación monopolizadora del mercado, resulta evidente que, en la medida en que ésta triunfe, esto hará que a la empresa le resulte más factible contrarrestar la volatilidad genérica de su entorno.

Por otra parte, ya hemos reseñado que en el contexto de mercados que generan demandas altamente volátiles la prudencia aconseja ser cautos a la hora de dimensionar los activos de la empresa. Si a la par tenemos en cuenta que con suma frecuencia la predisposición a la creatividad y a la diferenciación real tiene lugar en mayor medida en el seno de las pequeñas y medianas empresas, encontramos aquí nuevos argumentos de congruencia entre riesgo externo, dimensionamiento y diferenciación.

De esta manera, si centramos nuestra atención de modo superficial en la estructura financiera, deducimos que la incertidumbre ambiental provoca un relativo grado de correlación negativa entre diferenciación y apalancamiento financiero moti-

vada por la compensación de riesgos a la que la empresa se ve abocada, y porque la operativa de las propias instituciones crediticias no permitirá un excesivo endeudamiento ante la volatilidad del mercado en el que la empresa se desenvuelve. Además, el interés de los propios accionistas propicia una financiación sesgada hacia el capital propio, por cuanto esa financiación propicia la perdurabilidad de la estructura de poder en el seno de la empresa, la cual no sería posible si se hubiera optado por un mayor nivel de endeudamiento en el contexto de una elevada incertidumbre externa.

En lo que atañe a la problemática del fondo de rotación, todo parece indicar que la interrelación existente entre un elevado riesgo externo y la estrategia de diferenciación desemboca en la necesidad de diseñar una amplia cobertura para un nivel de liquidez, como consecuencia de los respectivos comportamientos de los ingresos y de los gastos correspondientes.

Los ingresos que se generan en ambientes de alta incertidumbre presentan unos elevados grados de *aleatoriedad*, lo que obliga a las empresas inmersas en tesituras de esta naturaleza a crear amplias coberturas de liquidez, tratando de salvaguardar la operativa del día a día frente a lo imprevisto.

Por lo que compete al gasto, ocurre lo mismo que con los ingresos ya que la estrategia de diferenciación suele caracterizarse por el acompañamiento de procesos de producción flexibles, lo que entraña, de partida, la asunción de ciertos grados de ineficiencia y la imposibilidad de establecer una férrea y rígida disciplina respecto de los gastos¹¹.

Es razonable que bajo la tutela de la existencia de una fuerte incertidumbre externa y la articulación de una estrategia de diferenciación, ingresos y gastos sean objeto de una elevada *aleatoriedad*, situación que debe conducir a trabajar con amplias coberturas de liquidez, con objeto de que la precariedad financiera del día al día no reste energías a la creatividad e innovación, columna vertebral que facilita el éxito de las empresas inmersas en ambientes de esta naturaleza. Por lo tanto, una estructura financiera sesgada a la utilización preferente del capital propio facilita la cumplimentación de tal fin, ya que aquélla no tiende a incrementar la estocasticidad que emerge del propio ciclo de explotación.

Por otro lado, son numerosas las investigaciones que indican que la naturaleza de la diversificación puede estar influenciada por el perfil de recursos financieros de la empresa y viceversa (Williamson, 1988; Chatterjee y Wernerfelt, 1991; Chung, 1993; Kochhar y Hitt, 1998), sugiriendo todos ellos que la naturaleza de la diversificación afecta a la estructura de capital, alterando el perfil de los recursos de la empresa y, a su vez, la estructura de capital de la empresa afecta a la naturaleza de la diversificación perseguida. En otras palabras, hay una relación recíproca entre la estrategia financiera de la empresa y su estrategia de diversificación corporativa.

¹¹ Sobre la consistencia genérica entre procesos de producción y estrategias competitivas pueden consultarse muchos trabajos disponibles a este respecto, como el de Fernández Sánchez y Fernández Casariego (1988, pp. 259-260), entre otros.

En este sentido tenemos que indicar que una empresa que opta por la diversificación de sus negocios, lo que supone la reducción de su riesgo operativo, puede manejar en esos casos un mayor riesgo financiero a través de un aumento del uso de deuda¹². Chatterjee y Wernerfelt (1991) sugieren que la naturaleza de esa diversificación va a depender en parte de los recursos disponibles de la empresa. Debido a la sustancial cantidad de dinero necesaria para ese proceso de diversificación, las empresas a menudo necesitan de recursos externos de financiación. Habría que diferenciar, en este caso, si se trata de una diversificación de productos o geográfica, ambas son dos alternativas estratégicas de diversificación desde el punto de vista de la riqueza de los accionistas. Los motivos que propician una u otra son distintos, aunque partamos del supuesto que en ambos casos la diversificación de las empresas se produce como respuesta a la presencia de recursos inutilizados (Penrose, 1959; Teece, 1980). Aunque la diversificación de productos es motivada por razones de disminución del riesgo o por poseer la empresa una pobre rentabilidad en las líneas de negocio tradicionales, la segunda de las opciones es propuesta cuando se presentan a la empresa como estímulo externo las oportunidades de mercado exteriores. Con respecto a la diversificación de productos, cabe decir que la distinción relacionada (conexa) y no relacionada (no-conexa) está asociada a las características de los recursos disponibles por la empresa¹³. Estas diferencias en el grado de especificidad de la empresa entre las dos estrategias de diversificación sugiere que los modos deseables de financiación de cada una de las alternativas difieren.

En este sentido, si desde la perspectiva de la teoría de los costes de transacción se sugiere que el *ratio* de deuda/capital de una empresa está negativamente relacionada con el grado de afinidad entre los negocios de una empresa, la teoría de la agencia sugiere la hipótesis opuesta entre apalancamiento y estrategia de diversificación. Debido a una mayor carga de intereses, las empresas con un elevado nivel de apalancamiento distribuirán una mayor fracción de sus ganancias como pago a sus acreedores. Asimismo, estas empresas estarán asociadas a un *cash flow* libre más bajo propiciando unos costes de agencia menores. El incremento de los pagos a los deudores disminuirá la cantidad disponible de los directivos para posibles inversiones no productivas. Además, los costes de agencia también disminuirán como consecuencia de una mayor supervisión por parte de los acreedores, lo que im-

¹² Tal y como señaló Bettis (1983), la estrategia de diversificación de la empresa refleja la actitud y el enfoque (modo de abordarlo) de la alta dirección hacia el riesgo. La aversión al riesgo fue propuesta como una de las claves determinantes de la estructura de capital.

¹³ Activos especializados suele llevar asociado la puesta en práctica de estrategias de diversificación relacionada (Teece, 1982). Empresas con un alto nivel de activos intangibles, los cuales tienden a ser especializados e inflexibles, suelen ser transferidos a través de negocios similares (Lemelin, 1982), llevando a una diversificación más relacionada (Chatterjee y Wernerfelt, 1991). Una estrategia menos centrada, es decir, una estrategia de diversificación no relacionada, indica que los recursos no son altamente específicos para la empresa (Montgomery y Wernerfelt, 1988; Wernerfelt y Montgomery, 1988). De este modo, con respecto a los requerimientos de recursos, una característica diferenciadora entre los dos tipos de estrategia de diversificación es el nivel de especificidad de los activos (Mahoney y Pandian, 1992). El valor obtenido de la entrada dentro de negocios relacionados depende de las sinergias con los negocios existentes. Entrar dentro de un negocio no relacionado, sin embargo, depende principalmente de las fuerzas del nivel corporativo, tal y como la habilidad para obtener sinergias financieras (Hitt y Ireland, 1986). Por tanto, la diversificación relacionada está asociada con la presencia de una mayor cantidad de activos específicos de la empresa, cuando la comparamos con la diversificación no relacionada.

plica que los directivos necesitarán proporcionar una mayor justificación para llevar a cabo sus acciones. Así pues, es razonable pensar que ante esa situación los directivos se decanten por seguir estrategias que disminuyan el valor de la empresa, tales como una estrategia de diversificación no conexas (Jensen, 1986; 1989). De esta forma, y de acuerdo con el punto de vista de la agencia, Kochhar (1996) plantea que el *ratio* de deuda/capital de una empresa está positivamente relacionado con el grado de afinidad entre los negocios.

Así pues, dependiendo de si analizamos la relación entre la diversificación estratégica de una empresa y su estructura de capital desde un punto de vista de una teoría o de otra, sugiriendo direcciones opuestas, se observa una clara contradicción.

A tal respecto, diversos estudios centrados en la comparación de *ratios* de apalancamiento a través de los distintos grupos que siguieron estrategias de diversificación –conexas o no conexas– encontraron que el *ratio* de los grupos que siguieron estrategias de diversificación no conexas fue significativamente más grande que para los que llevaron a cabo estrategias de diversificación relacionada, siendo consecuente con lo propuesto por la teoría de agencia (Barton, 1988; Barton y Gordon, 1988). La diversificación conexas introduce activos más específicos mientras que la diversificación no conexas añade activos menos específicos a la empresa. Una alta especificidad implica que potenciales suministradores de fondos pueden perder parte de los recursos invertidos si la organización entra en bancarrota. Como los prestamistas tienen una pequeña posibilidad para limitar las decisiones empresariales, se enfrentan a una pérdida de valor esperada más grande. Alternativamente, debido a la especificidad más baja, los prestamistas potenciales tienen menos pérdidas esperadas con la diversificación no conexas. Los accionistas potenciales pueden controlar las acciones directivas. De esta manera, se prefiere la financiación a través de capital propio para la diversificación conexas y la financiación a través de deuda para la diversificación no conexas. En otras palabras, la especificidad de la empresa más baja está asociada con niveles más altos de deuda.

Por el contrario, algunos estudios existentes, aunque escasos, proporcionan evidencias que cimientan el supuesto propuesto desde la óptica de la teoría de los costes de transacción y opuesto al presentado por la teoría de la agencia. Así por ejemplo, Williamson (1988), siguiendo la perspectiva del coste de transacción, argumenta que la forma eficiente de gobierno para activos específicos es la vía de la financiación con capital; por lo tanto, la financiación con deuda es más probable que sea preferida para la financiación de activos no específicos. Los diversificadores relacionados, por regla general, tienden a componerse de activos, principalmente de carácter específico para la empresa, mientras que las empresas que adoptan una estrategia de diversificación no relacionada presentan un nivel más bajo de esos activos. De este modo, la especificidad está positivamente relacionada con el grado de afinidad. La relación entre especificidad y financiación sugiere que las empresas que siguen estrategias de diversificación relacionadas son probablemente las que lleven a cabo esa estrategia mediante el uso de recursos propios y los diversificado-

res no relacionados mediante la utilización de deuda. Otro trabajo mucho más reciente que implica alguna propuesta interesante acerca de la relación causal bidireccional entre el modo y la naturaleza de la diversificación ha sido el realizado por Kochhar y Hitt (1998), que muestra como resultado que la financiación con capital propio es preferida para llevar a cabo estrategias de diversificación relacionadas y que las no conexas se asocian con el financiamiento ajeno. Una posible explicación a tal afirmación la encontramos en que dado que la especificidad de los recursos afecta el nivel de costes de transacción¹⁴, ya que los proveedores de capital son más reacios a financiar esta clase de activos pues se ven fuertemente sujetos al buen uso que se haga de ellos por parte de los directivos de la empresa para poder recuperar el dinero invertido en ellos, dando lugar a un problema de *incertidumbre*, de ahí que aquellas empresas que optan por una estrategia de diversificación conexas, derivada de la existencia de activos específicos, se decanten por la fórmula de la financiación propia.

Al igual que Kochhar y Hitt (1998), ya en el año 1994 en un estudio realizado para una muestra de grandes empresas españolas los profesores Rodríguez Sanz y Vallelado González indicaban que el nivel de diversificación exhibe un grado de correlación negativa con el nivel de deuda empleado. Una posible respuesta a esa relación la podríamos encontrar en la propia idiosincrasia de la empresa y por la clase de diversificación por la que opte ésta, pues si el riesgo asociado al correspondiente negocio es elevado de por sí, el hecho de que la empresa diversifique a actividades asociadas a ese negocio no supone una disminución del riesgo operativo, teniendo que financiar, por lo tanto, esa operación con recursos propios de cara a no incrementar el riesgo financiero y así mantener el riesgo total igual. Otra alternativa sería que la empresa optara por una diversificación no correlacionada; sin embargo, en este caso las entidades financieras pueden proceder a no financiarla debido a su mayor nivel de riesgo.

No nos cabe duda de que la transacción entre los suministradores de fondos y las empresas diversificadas o en vías de diversificación es tensa y con dificultades a la hora de la supervisión, de la negociación y del cumplimiento del contrato derivado de la existencia de información asimétrica, la cual constituye el principal determinante a la hora de elegir entre deuda pública o privada (Hertzel, 1992). Desde la perspectiva de los suministradores de fondos, el control sobre las decisiones directivas puede resultar muy importante, pues éstas pueden minar las inversiones. A este respecto, Williamson (1988) argumentó que el capital y la deuda pueden ser considerados como alternativa a los mecanismos de gobierno con capacidad diferencial para controlar y para evaluar las decisiones directivas. Antes de financiar un proyecto los prestamistas potenciales evalúan el riesgo en el que incurren ante la posibilidad de que las empresas no efectúen el reembolso de la inversión. Si una empresa falla a la hora de realizar los pagos, los prestamistas se encuentran moti-

¹⁴ La especificidad de los activos es uno de los *aspectos concretos de la transacción* que generan costes de transacción, junto con la incertidumbre y la frecuencia.

vados para ejercer su derecho para reclamar y para forzar a la empresa a la bancarrota. Si el proyecto está compuesto de activos específicos de la empresa, los prestamistas normalmente recuperan sólo una parte de su inversión. Ellos disponen también de un pequeño control sobre el uso de los recursos que los directivos hagan con esa inversión para asegurar que el proyecto es implementado eficazmente. Por lo tanto, los prestamistas son reacios a invertir en proyectos que requieren recursos altamente específicos, a menos que ese mayor riesgo se compense con un tipo de interés más alto (Williamson, 1988). Por el contrario, suelen estar más dispuestos a financiar proyectos que requieran activos menos específicos. Por norma general, los suministradores de fondos prefieren actuaciones que den lugar a cantidades más grandes de activos que requieren acciones específicas de la empresa para generar valor (Kochhar, 1996). La financiación con capital, con un *status* solicitante residual en la empresa para la liquidación tanto de activos como de ganancias, representa ese modo. El gobierno autoritario de la junta directiva reduce el riesgo de los suministradores de fondos de capital. Por lo tanto, la financiación con capital es más deseable que la deuda para proyectos con alta especificidad (Kochhar, 1996; Williamson, 1998).

Confirmando estos argumentos de los costes de transacción, Balkrishnan y Fox (1993) encuentran que la intensidad de inversión en I+D en una empresa –que podemos considerar como una medida de la intensidad del activo intangible y del *know-how* específico de la empresa– estaba negativamente relacionada con el nivel de apalancamiento de la empresa. A tal fin, afirman que el apalancamiento de una empresa debería estar positivamente relacionado con la reutilización o con la reorganización de sus activos, igual que con sus inversiones en activos tangibles y en los llamados activos *reputacionales*, que suponen para la empresa un compromiso con el mercado en el que compete¹⁵. Por el contrario, argumentan que debería estar negativamente relacionado con su inversión en activos intangibles, activos específicos de la empresa.

Si tenemos en cuenta la teoría de los recursos, que hace hincapié en la heterogeneidad de la empresa y en el hecho del logro de las ventajas competitivas basadas en los recursos y capacidades propias de la empresa, podríamos afirmar que la existencia de un alto nivel de endeudamiento inhibe a la empresa a la hora de invertir en activos específicos, puesto que éstos no son fácilmente reasignables y suponen para el prestamista más inseguridad cuando se trata de recuperar su inversión. Este tipo de inversión es más propicia para ser llevada a cabo con fondos propios. Por todo ello, podemos afirmar que esta clase de recursos (específicos) juegan un papel importante en la determinación de la estructura de capital de la empresa.

¹⁵ La presencia y el mantenimiento de ciertos activos *reputacionales*, como puede ser el nombre de la marca, que implica la continua inversión de fondos para lograr el mantenimiento de esa imagen y que en cierta medida implican un compromiso de la empresa con el mercado, lleva a los prestamistas a considerar la existencia de este tipo de activos como un compromiso de la empresa para ser un competidor agresivo en su mercado de producto, significando un coste de financiación más bajo para esta clase de empresas.

Adicionalmente, Titman y Wessels (1988) encontraron que el apalancamiento de una empresa estaba negativamente relacionado con la unicidad de producto y con el grado de especialización del servicio requerido. Las diferencias en la especificidad de la empresa, dentro de negocios conexos *versus* no conexos da origen a los costes de transacción entre los suministradores y la empresa. El resultado es un dilema de riesgo moral para los suministradores, dada la imposibilidad de controlar y de supervisar las actividades de la empresa endeudada. Evidentemente, este conflicto puede ser mitigado o difuminado mediante la selección de un apropiado tipo de financiación, lo que lleva a Kochhar y Hitt (1998) a formular las siguientes aserciones:

- 1) Un incremento en la diversificación no conexa de la empresa es un indicador positivo de la financiación con deuda como una proporción del total de la nueva financiación.
- 2) Un incremento en la diversificación conexa de una empresa es un indicador negativo de la deuda como una proporción del total de la nueva deuda.

Otro de los aspectos al que nos gustaría hacer referencia con respecto a la estrategia de diversificación se refiere a la forma de entrar en un nuevo negocio. Así pues, las empresas pueden entrar en nuevos negocios adquiriendo otro ya existente o bien entrando directamente (desarrollo interno)¹⁶. Si tenemos en cuenta que en cualquier proceso de diversificación existe un problema derivado de la existencia de información asimétrica, la empresa puede reducir esa asimetría utilizando fuentes de financiación privada, de tal modo que la información asimétrica derivada de diversificaciones a través de entradas directas puede ser reducida a través de la financiación privada. Para suministradores públicos de fondos, la incertidumbre acerca del valor de la diversificación realizada probablemente sea más alta para entradas directas debido a las asimetrías de información más grandes. Esta forma de financiación evita el hecho de que inversores externos accedan a una información patrimonial y más extensiva, evitando que los competidores incrementen el acceso a ella, resolviéndose de esta manera el problema de infrainversión. Por todo ello, podemos afirmar que la diversificación a través de una entrada directa en el negocio es un indicador negativo de la proporción de financiación pública utilizada. Las empresas con productos especulativos, con índices de crédito malo (pobres), o con una proporción más alta de activos intangibles es más probable que acudan a fuentes de financiación privada (Emerick y White, 1992; Hertzell y Smith, 1993) cuyo

¹⁶ Trabajos pioneros como el llevado a cabo por Yip (1982) argumentan que la diversificación conexa está más asociada a la entrada directa, debido a la reducción de barreras de entrada y a una probabilidad más baja de adquirir activos no deseados (Chatterjee, 1990). Sin embargo, trabajos empíricos posteriores no han apoyado esta hipótesis. El estudio de Kochhar y Hitt (1998) encuentra una asociación significativa, pero en el sentido contrario aportado por esos primeros estudios. Esto es, las entradas directas se veían favorecidas por diversificaciones no conexas y las adquisiciones por entradas en negocios relacionados. La diversificación no conexa está más relacionada con la entrada directa en los negocios. Sin embargo, es una cuestión que no parece quedar clara, necesitando de la realización de otros estudios que sirvan para una mayor aclaración.

coste es mucho más bajo que el tipo de interés excedente que la empresa tendría que pagar por recursos públicos.

Llegados hasta este punto, cabe decir que todas estas dificultades a las que venimos haciendo referencia (nivel de incertidumbre, existencia de activos específicos, etc.) pueden ser parcialmente resueltas a través de la selección correcta de los fondos de inversión (deuda o capital propio). También la información asimétrica entre la empresa y los suministradores potenciales lleva a un problema de selección desfavorable. El coste financiero, que resulta más alto, puede ser reducido a través de la selección apropiada de recursos. Así por ejemplo, para el caso de empresas con un alto nivel de diversificación, el riesgo derivado del modo de entrada puede ser mitigado a través de la selección de una apropiada fuente de financiación.

Como consecuencia de todo lo anterior, podemos afirmar que la estructura de capital de una empresa es dependiente en parte de las características de los recursos de la empresa, por la vía de su estrategia de diversificación, pero a la vez puede ser un condicionante de las decisiones futuras que pueda tomar la empresa en lo tocante a su estrategia de diversificación.

2.2. EMPRESAS PERTENECIENTES A SECTORES CON ESCASA DEPENDENCIA DEL CICLO ECONÓMICO

Al contrario que en el supuesto anterior, las empresas pertenecientes a sectores con escasa dependencia del ciclo económico soportan un nivel de riesgo externo débil.

Bajo la pauta de que es el activo el que tiene que adecuarse a los riesgos procedentes del entorno, resulta evidente que en este supuesto la empresa podrá mostrar ciertos grados de osadía en lo que al dimensionamiento del inmovilizado atañe, por cuanto cabe esperar que la demanda exhiba un comportamiento estable (β_I débil). Esto conducirá a una estructura empresarial desde la óptica económica fuertemente integrada, altamente intensiva en capital y con una gran capacidad de generación de valor añadido en el nivel interno, es decir, a una relación $VA(CF)/V$ relativamente elevada, permitida por la débil β_I que los accionistas soportan.

De igual modo, la adecuación de la estructura financiera discurrirá por similares derroteros, materializándose en un *ratio* de apalancamiento (RA/RP_I) superior a la media que por término medio prevalece en la economía.

Aunque el nivel de apalancamiento financiero que sobre el particular se estructure, bajo la asunción de la existencia de un β_I débil, va a depender de los grados de osadía o de conservadurismo que previamente se ha seleccionado en lo que respecta al dimensionamiento y a la articulación del activo. Así, si inicialmente se ha optado por un riesgo operativo superior a la media existente en el sector en el que la empresa se desenvuelve, asumiendo el desarrollo de unas instalaciones fuertemente integradas, aquélla debe atemperar relativamente su osadía financiera a fin de que

el riesgo global interno no resulte desmesurado. Consecuentemente, aunque su apalancamiento financiero sea superior con respecto a la media que existe en la economía, sin embargo, y como consecuencia de lo dicho anteriormente sobre esta compañía, ese apalancamiento tendrá que ser inferior al promedio que prevalece en el sector en el que opera.

Por el contrario, si el apalancamiento operativo, aunque alto, resulta inferior a la media de su sector, su apalancamiento financiero podrá ser entonces más elevado que la media del sector en el que la empresa se desenvuelve.

Centrándonos en el ámbito de la interrelación estratégica competitiva y de la estructura financiera, el primer parámetro que hay que considerar en el contexto del supuesto que estamos analizando hace referencia al hecho de que la empresa se desenvuelve en un entorno que puede ser catalogado como de estable y de baja incertidumbre (β_1 débil) lo que, según Hambrick (1983), resulta propicio para el desarrollo de estrategias de liderazgo en costes. Esta clase de estrategias se caracteriza por la consecución y por el mantenimiento de una posición de costes hegemónica y competitiva, requiriendo para su acceso la existencia y explotación de una demanda voluminosa y estable capaz de asegurar elevadas cuotas de participación en el mercado y, por consiguiente, de facilitar la aparición y el desarrollo de las pertinentes economías de escala y de experiencia, haciendo éstas posible una apreciable reducción de los correspondientes costes unitarios¹⁷.

Además, las estrategias de liderazgo en costes no exigen tan sólo la producción de cuantiosos volúmenes de unos pocos artículos estandarizados, sino que requieren que a nivel interno se establezca una gerencia eficiente de los recursos materiales y humanos que se manejen, recurriendo a la utilización de procesos de automatización rígida como mecanismo más conveniente. Asimismo, para la consecución del mínimo coste también necesitan una continua mejora de los procesos de diseño, producción y comercialización¹⁸.

Ahora bien, la fabricación competitiva a gran escala de productos estandarizados y homogéneos requiere en la mayor parte de los casos el desarrollo de unas ins-

¹⁷ La interrelación entre estrategia de liderazgo en costes, cuota de mercado y efecto experiencia puede consultarse en Buzzell, Gale y Sultan (1975) y en Henderson (1979).

¹⁸ A pesar del nacimiento de nuevas técnicas de producción flexible (*Advanced Manufacturing Systems-AMS*), este tipo de fábricas se basan en principios opuestos a la noción anterior de economías de escala. La producción flexible pretende reducir las corridas de producción que son necesarias para que una línea de producción sea rentable, lo que la convierte en una necesidad para muchas compañías manufactureras debido a que las fuerzas del mercado están demandando ciclos de vida más breves en los productos, corridas de producción más cortas y productos de mayor calidad. Además, permite a los industriales de ideas rápidas entrar con suavidad en segmentos totalmente nuevos y abandonarlos con esa misma suavidad si es preciso, a expensas de los productores más viejos y menos ágiles. Sin embargo, tal y como afirma Jaikumar (1987), a pesar de que esos sistemas de fabricación flexibles (*AMS-Sistemas de Manufacturación Avanzados-*) permiten fabricar cualquier componente o producto con una calidad muy alta y a un coste casi igual al que sólo podía esperarse de una fabricación en masa, incluso con un bajo volumen de producción, la amortización de las inversiones realizadas para la adquisición de esos equipos exige elevados niveles de actividad. Esos sistemas ofrecen comparativamente menores ventajas a las empresas ensambladoras de productos finales que a las que operan en las etapas de fabricación de componentes y en la elaboración de submontajes. Por todo ello entendemos que la opción más oportuna para aquella empresa que siga una estrategia de liderazgo en costes es poseer sistemas de producción rígidos altamente intensivos en capital, que le permitan la producción de altos volúmenes al menor coste. Sobre el particular pueden consultarse Hall (1982, pp. 79-81) o White (1986, pp. 217-231).

talaciones fuertemente integradas, dando esto lugar a una elevada presencia de gastos fijos desde el punto de vista operacional. Por lo tanto, la dinámica de esta estrategia genera elevadas necesidades de capital que difícilmente podrán ser abordadas con la única aportación de los accionistas.

La necesidad de crecer y de dimensionarse en términos paquidérmicos manifestada por una gran parte de las empresas que persiguen una estrategia de liderazgo en costes explica en cierta medida que éstas recurran al endeudamiento, además de a otras muchas explicaciones plausibles¹⁹. Así, la estabilidad de los entornos en los que se desarrollan y las fuertes inversiones en activos fijos que acompañan tienden a incentivar una mayor osadía financiera, por cuanto el riesgo externo es débil y las garantías reales en las instalaciones que estas empresas ofrecen a sus prestamistas son elevadas.

Jean Paul Sheppard (1994) señala que para muchas empresas débilmente financiadas sería preferible una estrategia de nicho bien formulada, resaltando la dificultad de llevar a cabo tal tipo de estrategia debido a la falta de expertos en el grupo directivo para asesorar adecuadamente en la formulación de esa estrategia.

Finalmente, en lo que a la cuantía del fondo de rotación se refiere hay que señalar que, en este caso, ingresos y gastos presentan un comportamiento potencial de evidente estabilidad.

Con respecto a los ingresos, resulta obvio que éstos no se encuentran intensamente mediatizados por el devenir de la evolución general de la economía, lo que contribuirá a una disminución sensible de su variabilidad y del correspondiente grado de dispersión.

Por otra parte, en lo que atañe a este apartado, hay que destacar que en el contexto de una cultura que busca con ahínco el mínimo coste, los gastos suelen constituir precisamente la variable sobre la que se ejerce un mayor y más férreo control. Además, la endeble variabilidad de la demanda facilita la estabilización de la producción, lo que permitirá conocer por adelantado, con relativa aproximación y exigua dispersión, el valor medio de los gastos por este concepto. A ello contribuye el hecho de que la estrategia en costes tiende a fabricar uno o muy pocos productos estandarizados homogéneos, aplicando a ese menester concepciones de producción rígidas y altamente automatizadas, bajo el dominio o la dirección de una inflexible planificación de los recursos humanos y materiales manejados, y la utilización de una tecnología lo suficientemente probada y consolidada²⁰.

Por consiguiente, la previsión de la evolución de los ingresos y gastos de las empresas que siguen una estrategia de liderazgo en costes es mucho más factible y

¹⁹ Como es obvio, las empresas que persiguen una estrategia de liderazgo en costes se ven catapultadas a crecer con el objeto de alcanzar y de mantener una posición competitiva preeminente. En este sentido cabe señalar que el endeudamiento propicia una superior tasa de crecimiento, contribuyendo directa e indirectamente a la consecución de inferiores costes unitarios. Sobre el impacto del endeudamiento en la correspondiente tasa máxima de crecimiento sostenible pueden consultarse, Zakon (1976) o Salas Fumás (1986, pp. 83-91).

²⁰ Algunas consideraciones sobre la interacción de la estrategia de liderazgo en costes, el comportamiento de la demanda y la estabilidad de la tecnología puede consultarse en Hayes y Wheelwright (1980, pp. 76-91).

fiable que las que instrumentan estrategias de diferenciación. Esa fiabilidad permite trabajar con menores coberturas frente a imprevistos en cuanto al diseño, principalmente en lo que concierne al fondo de rotación, determinante en gran medida de la problemática de la liquidez empresarial.

Razonablemente, en el contexto de una estrategia de liderazgo en costes la empresa obtiene un mejor y más preciso conocimiento de sus ingresos potenciales y gastos concernientes, lo que contribuye a reducir decisivamente la incertidumbre sobre su adecuada dimensión competitiva y, asimismo, posibilita trabajar con menores márgenes de cobertura, implicando pues que resulte más factible desarrollarse con una menor holgura en términos de liquidez.

Por lo tanto, hemos constatado cómo la interacción “estabilidad del entorno-estrategia de liderazgo en costes” conduce generalmente a una mayor osadía financiera en lo que a la articulación de la estructura correspondiente compete, así como a la instrumentación de menores coberturas de liquidez para la práctica del día al día. Ambas consecuencias resultan congruentes con la filosofía de reducción del coste del capital, aunque, obviamente, incrementan el riesgo²¹. No obstante, este aumento resulta en este caso perfectamente asumible, dada la débil incertidumbre externa en que la empresa se desenvuelve.

Ahora bien, es necesario resaltar que el modelo de relaciones expuesto en lo que atañe a estrategias competitivas, no es de general y automático cumplimiento, existiendo algunas notables excepciones sobre el particular. A este respecto, Hambrick (1983) justificó años atrás cómo la estrategia de diferenciación basada en la calidad se desarrolla con frecuencia en entornos estables por las mismas causas que las señaladas para la estrategia de liderazgo en costes, aunque matizadas por ciertas peculiaridades propias de la diferenciación.

3. CONCLUSIÓN

A la más que aparente relación existente entre la estrategia competitiva y la estrategia financiera de la empresa, y la consideración de esta última como un instrumento eficaz de cara a la consecución de una o de varias ventajas competitivas, hemos querido unir la consideración del riesgo como factor condicionante de la estrategia adoptada. A este respecto, cabe señalar el papel secundario, sin que por ello le neguemos la importancia que posee, desempeñado por la estructura de pasivo como fuente de ventajas competitivas. En este sentido, podemos afirmar, tal y como se desprende de nuestro trabajo, que es la estructura de activo la que desempeña un papel preponderante en la adecuación de la empresa al entorno, reservando para la estructura financiera un rol secundario de adaptación, dependiendo su ma-

²¹ La utilización de un elevado apalancamiento financiero puede generar un inferior coste del capital, contribuyendo, por un lado, a la consecución de una posición hegemónica en costes y, por otro lado, facilitando las ampliaciones de capacidad y la incorporación de tecnología más eficiente. A este respecto, consúltese, Bogue III y Buffa (1986, cap. 7).

yor o menor importancia del nivel previo de consistencia que se haya materializado para la pertinente estructura del activo.

Asimismo, y a lo largo del presente estudio, hemos tratado de reseñar y argumentar, a través de una revisión teórica de la literatura existente, el carácter adaptativo de la estructura de capital ante la evolución económica general y su posicionamiento como un irrefutable medio de cara a la consecución de los objetivos empresariales propuestos por la organización.

En este sentido, el trabajo realizado, en función de la distinción entre empresas fuertemente dependientes del ciclo económico de aquéllas que no lo son, nos permite afirmar que las posibles consecuencias negativas derivadas de los cambios externos pueden ser parcialmente mitigadas por una perfecta orquestación de la estructura de pasivo, acorde con el modo de competir seleccionado por la organización, y origen de importantes ventajas competitivas duraderas. Empresas fuertemente dependientes del ciclo económico ostentan niveles de apalancamiento inferiores a los que presentan aquellas compañías que, por el contrario, manifiestan una mayor estabilidad frente a los comportamiento de la economía.

Estos resultados nos permiten presentar la estrategia de diferenciación como la opción estratégica más idónea para el primer grupo de empresas, dado el carácter minimizador de su riesgo, frente a la estrategia de obtención de mínimo coste, la cual representa una vía competitiva más válida para aquellas compañías altamente estables ante cambios económicos en el entorno.

BIBLIOGRAFÍA

- ACOSTA MOLINA, M.; MEDINA HERNÁNDEZ, U. (1999): "Función financiera y estrategia competitiva de la empresa", *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 5, núm. 2, pp. 55-68.
- BALAKRISHNAN, S.; FOX, I. (1993): "Asset Specificity, Firm Heterogeneity and Capital Structure", *Strategic Management Journal*, vol. 14, núm. 1, pp. 3-16.
- BARTON, S.L. (1988): "Diversification Strategy and Systematic Risk: Another Look", *Academy of Management Review*, vol. 13, núm. 1, (enero), pp. 166-175.
- BARTON, S.L.; GORDON, P.J. (1988): "Corporate Strategy and Capital Structure", *Strategic Management Journal*, vol. 9, núm. 6, pp. 623-632.
- BETTIS, R.A. (1983): "Modern Financial Theory, Corporate Strategy and Public Policy: Three Conundrums", *Academy of Management Review*, vol. 8, núm. 3, (julio), pp. 406-415.
- BOGUE III, M.C.; BUFFA, E.S. (1986): *Corporate Strategic Analysis*. New York: The Free Press.
- BÜHNER, R. (1987): "Assessing International Diversification of West German Corporations", *Strategic Management Journal*, vol. 8, pp. 25-37.
- BUZZELL, R.D.; GALE, B.T.; SULTAN, R.G.M. (1975): "Market Share-A Key to Profitability", *Harvard Business Review*, vol. 53, (enero-febrero), pp. 97-106.
- CANTOR, R. (1990): "Effects of Leverage on Corporate Investment and Hiring Decisions", *Quarterly Review Federal Reserve Bank of New York*, vol. 15, núm. 2, pp. 31-41.

- CHATTERJEE, S. (1990): "Excess Resources, Utilization Costs, and Mode of Entry", *Academy of Management Journal*, vol. 33, pp. 780-800.
- CHATERJEE, S.; WERNERFELT, B. (1991): "The Link Between Resources and Type of Diversification: Theory and Evidence", *Strategic Management Journal*, vol. 12, núm. 1, pp. 33-48.
- CHUNG KEE, H. (1993): "Asset Characteristics and Corporate Debt Policy: An Empirical Test", *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 20, núm. 1, (enero), pp. 83-98.
- EMERICK, D.; WHITE, W. (1992): "The Case for Private Placements: How Sophisticated Investors Add Value to Corporate Debt Issers", *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 5, núm. 3, pp. 83-91.
- FAZZARI, S.; HUBBARD, R.G.; PETERSON, B. (1988): "Financing Constraints and Corporate Investment", *Brookings papers on Economic Activity*, núm. 1, pp. 141-195.
- FERNÁNDEZ SÁNCHEZ, E.; FERNÁNDEZ CASARIEGO, Z.(1988): *Manual de Dirección Estratégica de la Tecnología. La producción como ventaja competitiva*. Barcelona: Ariel.
- GARCÍA MARCO, T.; ÁLVAREZ GIL, M.J. (1995): "Innovación en productos y procesos: un análisis empírico de sus repercusiones sobre la evolución y composición del fondo de manobra empresarial", *Boletín de Estudios Económicos*. vol. L, núm. 156, (diciembre), pp. 487-517.
- GUISADO TATO, M. (1991): "Estructura financiera y estrategia competitiva", *ICE. Revista de Economía*, núm. 698, pp. 173-186.
- HAMBRICK, D.C. (1983): "Hight Profit Strategies in Matures Capital Goods Industries: A Contingency Approach", *Academy of Management Journal*, vol. 26, núm. 4, pp. 687-707.
- HAYES, R.H.; WHEELWRIGHT, S.C. (1980): "Relación entre la vigencia del producto y la de su proceso productivo", *Harvard-Deusto Business Review*, 2º trim., núm. 2, pp. 76-91.
- HENDERSON, B.D. (1979): *Henderson on Corporate Strategy*, Cambridge, MA: Abt. Books.
- HERTZEL, M.; SMITH, R.L. (1993): "Market Discounts and Shareholders Gains for Placing Equity Privately", *Journal of Finance*, vol. 48, núm. 2, pp. 459-485.
- HITT, M.A.; IRELAND, R.D. (1986): "Relationship Among Corporate Level Distinctive Competencies, Diversification Strategy, Corporative Structure and Performance", *Journal of Management Studies*, vol. 23, pp. 401-416.
- HALL, W.K. (1982): "Estrategias para sobrevivir en un entorno hostil", *Harvard-Deusto Business Review*, 1º trim., núm. 9, pp. 79-91.
- JENSEN, M.C. (1986): "Agency Costs and Free Cash Flow, Corporate Finance, and Take-overs", *American Economic Review*, vol. 76, núm. 2, pp. 323-329.
- JENSEN, M.C. (1989): "The Eclipse of the Public Corporation", *Harvard Business Review*, núm.61, (septiembre-octubre), pp. 61-74.
- KOCHHAR, R. (1996): "Explainig Firm Capital Structure: The Role of Agency Theory vs. Transaction Cost Economics", *Strategic Managment Journal*, vol. 17, núm. 9, (noviembre), pp. 713-728.
- KOCHHAR, R.; HITT, M.A. (1998): "Research Notes and Communicates Linking Corporate Strategy to Capital Structure: Diversification, Strategy, Type and Source Of Financing", *Strategic Management Journal*, vol. 19, (junio), pp. 601-610.
- KRACAW, W.A.; LEWLLWN, W.G.; WOO, C.Y. (1992): "Corporate Growth, Corporate Strategy and the Choice of Capital Structure", *Managerial and Decisions Economics*, vol. 13, pp. 515-526.

- LEMELIN, A. (1982): "Relatenedness in the Patterns of Interindustry Diversification", *Review of Economics and Statistics*, vol. 64, pp. 646-657.
- MAHONEY, J.T.; PANDIAN, J.R. (1992): "The Resource Based View within the Conversation of Strategic Management", *Strategic Management Journal*, vol. 13, núm. 5, pp. 363-380.
- MELLE HERNÁNDEZ, M. (1997): "Gobierno de empresas y endeudamiento: revisión de sus fundamentos teóricos y aplicación empírica", *XI Congreso Nacional de AEDEM*. (En Manuel Ruíz González [ed.], vol. I, pp. 239-252). Universidad de Lleida.
- MONTGOMERY, C.A.; WERNERFELT, B. (1988): "Diversification, Ricardian Rents, and Tobin's q", *RAND Journal of Economics*, vol. 19, pp. 623-632.
- OLIVER, N.; DELBRIDGE, R.; JONES, D.; LOWE, J. (1993): "World Class Manufacturing: Further Evidence of the Lean Production Debate", *Proceedings of the British Academy of Management Conference*, pp. 159-169.
- PENROSE, E.T. (1959): *The Theory of the Growth of the Firm*. New York: Wiley.
- PORTER, M.E. (1989): *Ventaja competitiva*. México: CECOSA.
- RODRÍGUEZ SANZ, J.L.; VALLELADO GONZÁLEZ, E. (1994): "Problemas de agencia y endeudamiento en la empresa española", *Anales de Estudios Económicos y Empresariales*, núm. 9, pp. 9-35. Universidad de Valladolid.
- SALAS FUMÁS, V. (1986): "¿Conoce el crecimiento sostenible por su empresa?", *Alta Dirección*, núm. 127, pp. 83-91.
- SCHENDEL, D.; HOFER, C. (1979): *Strategic Management: A New View of Business Policy and Planning*. Boston: MA: Little Brown.
- SHEPPARD, J.P. (1994): "Strategy and Bankruptcy: An Explotaration into Organizational Death", *Journal of Management*, vol. 20, Iss. 4, (invierno), pp. 795-833.
- TEECE, D.T. (1980): "Economies of Scope and the Scope of the Enterprise", *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 1, pp. 223-247.
- TEECE, D. T. (1982): "Towards an Economic Theory of the Multiproduct Firm", *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 3, pp. 223-247.
- TITMAN, S.; WESSELS, R. (1988). "The Determinants of Capital Structure Choice", *Journal of Finance*, núm. 43, núm. 1, (marzo), pp. 1-19.
- WERNERFELT, B.; MONTGOMERY, C.A. (1988): "Tobin's q and the Importance of Focus in Firm Performance", *American Economic Review*, vol. 78, pp. 246-250.
- WHITE, R.E. (1986): "Generic Business Strategic, Organizational Context and Performance: An Empirical Investigation", *Strategic Management Journal*, vol. 7, pp. 217-231.
- WILLIAMSON, O.E. (1988): "Corporate Finance and Corporate Governance", *Journal of Finance*, núm. 43, núm. 3, (julio), pp. 567-591.
- YIP, G.S. (1982): "Diversification Entry: Internal Development versus Acquisition", *Strategic Management Journal*, vol. 3, núm.4, pp. 331-345.
- ZAKON, A.J. (1976): "Capital Structure Optimization", en J.F. Weston y M.B. Goudzwaard [ed.]: *The Treasurer's Handbook*. Homewood, IL: Dow-Jones-Irwin.