

## **A RELACIÓN ENTRE A ESTRUCTURA FINANCEIRA E A ESTRATEXIA COMPETITIVA DA EMPRESA DESDE O PUNTO DE VISTA DO CONTROL DO RISCO: UNHA MENCIÓN ESPECIAL Á ESTRATEXIA DE DIFERENCIACIÓN**

JESÚS VÁZQUEZ ABAD

Departamento de Organización de Empresas e Marketing

Facultade de Ciencias Empresariais de Ourense

Universidade de Vigo

*Recibido:* 24 outubro 2001

*Aceptado:* 17 xuño 2002

---

**Resumo:** *A actual situación da contorna imponlle á empresa unha busca continua de vantaxes competitivas a partir dos seus recursos e capacidades. Neste sentido, este traballo ten por obxecto a análise da función financeira como posible fonte de vantaxes competitivas duradeiras, tendo en conta que constitúe unha ferramenta estratéxica de primeira orde de cara ó control global do risco que soporta a compañía. Para iso, procedemos ó estudio das relacións existentes entre a política financeira e a estratexia competitiva da empresa, tomando como referencia distintos argumentos ou hipóteses formulados pola teoría financeira.*

**Palabras clave:** *Estratexia competitiva / Política financeira / Risco interno / Risco externo / Estratexia de diferenciación.*

### **THE RELATIONSHIP BETWEEN THE FINANCIAL STRUCTURE AND THE COMPETITIVE STRATEGIE 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 strategic departing from the various arguments or hypothesis of the Financial Theory.*

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

---

## **1. A FUNCIÓN FINANCEIRA COMO POSIBLE FONTE DE VANTAXES COMPETITIVAS PARA A EMPRESA**

A dirección estratéxica constitúe un proceso dinámico que busca aliña-los recursos internos da organización coa súa contorna co fin de lograr un conxunto de obxectivos específicos. Así pois, a concepción da estratexia competitiva fundaméntase na percepción ou na busca dunha ou de máis vantaxes sostibles, tratando de converter esas primacías nunha fonte de recursos para a empresa, dando lugar á

xeración dunha posición competitiva forte fronte ós seus rivais en custos ou en diferenciación (Porter, 1989).

Se partimos do suposto de que a contorna da empresa está composta por un conxunto de forzas –económicas, tecnolóxicas, sociopolíticas, etc.– sobre as que a organización posúe un control directo moi pequeno ou nulo (Schendel e Hofer, 1979; Kracaw, Lewellen e Woo, 1992), cómpre sinalar que a oportunidade da que dispón aquela para conseguir os seus obxectivos vai depender basicamente da súa capacidade para entender e para aproveitar as oportunidades que lle presenta a contorna, así como as restricións impostas, respondendo con políticas apropiadas tanto desde o punto de vista corporativo coma funcional.

Agora ben, cuestións tales como a simple constatación dunha máis que habitual heteroxeneidade nos resultados obtidos por empresas dun mesmo país e/ou dun mesmo sector de actividade cuestionaron a suposta exclusividade dos factores externos como únicos elementos explicativos da competitividade empresarial.

A obtención dunha maior rendibilidade por parte dunha organización veu dada pola existencia de recursos e de capacidades internas que favorecen un mellor aproveitamento das oportunidades que lles ofrece a contorna.

Neste marco cobra unha especial relevancia a discusión existente acerca do papel que desenvolven as vantaxes competitivas de índole financeira á hora de explicala cadea de causalidade da competitividade<sup>1</sup>, sen esquecer ou negalo papel primordial desempeñado por aquelas vantaxes centradas na articulación da estrutura de activo.

De todo iso despréndese o interese suscitado pola análise da política financeira como elemento esencial da estratexia competitiva, pois constitúe unha posible fonte de vantaxes competitivas para ela ou de reforzo para as xa existentes de índole operativa.

Desta maneira, o primeiro reto que resulta necesario resolver refírese á determinación de qué estrutura –a de activo ou a de pasivo– debe adecuarse, en primeiro lugar, ós riscos procedentes da contorna, reservando á outra estrutura un papel adaptativo secundario. Noutras palabras, trátase de determinar sobre qué estrutura lle resultará máis fácil á empresa edificar os seus puntos fortes para que sirvan de elemento diferenciador fronte ós seus competidores. Desta elección previa vai depender en certa medida a definición congruente dunha determinada estratexia competitiva.

Agora ben, cando se trata de analizar a contribución das estruturas do activo e do pasivo á formación de vantaxes competitivas duradeiras e sostibles, o primeiro que cómpre resaltar é que resulta sumamente difícil articular desde a estrutura financeira vantaxes competitivas radicais e definitivas, sen por iso quitarlle-la debida

---

<sup>1</sup> Se ata hai un período de tempo relativamente curto os distintos modelos xurdidos no marco da literatura estratéxica supuxeron un escaso desenvolvemento do papel dos recursos e capacidades financeiras e das accións estratéxicas asociadas a eles, desde hai uns anos para aquí distintos autores trataron de chama-la atención sobre o papel que desenvolven os recursos e as capacidades financeiras nos modelos que trataron de explicala cadea de causalidade da competitividade empresarial (Acosta Molina e Medina Hernández, 1999).

importancia que ostentan de cara ó éxito da empresa. E isto é así porque, en primeiro lugar, o comportamento das diferentes opcións financeiras se atopa fortemente mediatizado pola evolución económica xeral e polos continuos cambios da política monetaria das autoridades pertinentes, o que dá lugar a unha volatilización da maior parte das vantaxes que puideran estar fundamentadas na estrutura financeira. Ademais, en segundo lugar, cómpre resaltar que as vantaxes duradeiras que as empresas obteñen radican na súa estrutura económica; é dicir, na innovación de procesos e de produtos<sup>2</sup>, por un lado, e no desenvolvemento e na segmentación dos mercados, por outro. Así pois, de nada vale que a empresa artellara unha estrutura financeira supostamente óptima se, ó cabo, non alcanza a xerar uns ingresos satisfactorios. Sen embargo, se a empresa coloca en boas condicións os seus produtos, pode sobrevivir aínda no contexto dunha estrutura financeira que sería considerada como inadecuada analizada baixo o prisma da ortodoxia financeira.

Polo tanto, se admitimos que a busca e a creación de vantaxes competitivas duradeiras descansa fundamentalmente na articulación da estrutura económica, será precisamente esta a que haberá que preservar ante o risco externo ó que se enfrenta a empresa, tratando de impedir unha rápida volatilización das vantaxes que a este respecto sexan obxecto de explotación. Por iso, no que segue asumiremos que é a estrutura do activo a que desempeña un papel preponderante na adecuación da empresa á contorna e reservaremos para a estrutura financeira un rol secundario de adaptación, dependendo a súa maior ou menor importancia do nivel previo de consistencia que se materializara para a pertinente estrutura do activo<sup>3</sup>. Dito doutra forma, resulta evidente que a posición económica da empresa constitúe o seu motor e a posición financeira figura como un acumulador que proporciona capacidade de manobra e de resistencia.

Así pois, a posición económica pode mellorarse a custa da financeira dentro de certas marxes e viceversa. Por exemplo, se se substitúe un activo en alugueiro por un en propiedade, a explotación anual resultará máis económica, pero os fondos requiridos para realiza-lo investimento aumentan o endebedamento e deterioran a posición financeira. Igualmente, unha redución do volume de actividade implica menores necesidades de recursos alleos, mellorando a posición financeira; pero,

---

<sup>2</sup> A este respecto cabe matizar que, dada a situación actual na que os novos modelos de negocio substitúen rapidamente ós antigos, a innovación non debe aplicarse só ás liñas de produto ou de proceso e á obtención dunha maior eficiencia. A unidade de análise da innovación é todo o sistema de negocio e, polo tanto, tamén lle afecta á política financeira.

<sup>3</sup> A dimensión da empresa e, polo tanto, a contía e a estrutura do seu activo depende, entre outras causas, da estrutura operacional que sobre o particular se seleccione. Así, se para un volume de facturación e produción dado se opta pola articulación dunha importante integración vertical, afrontando o proceso de produción e de comercialización con recursos propios na súa práctica totalidade, a empresa debe soportar nesa tesitura uns grandes custos operacionais fixos (elevado apancamento operativo) e unha dimensión relativa do activo considerable. Esa disposición condiciona, en certa medida, a decisión que con respecto ó grao de apancamento financeiro decida adoptar a organización; é dicir, obrígaa a ser cautelosa á hora de estrutura-lo pasivo da empresa (baixo apancamento financeiro). Pola contra, se optase por subcontratar parcialmente tarefas ou procesos cun resultado final que logo ensambla nas súas instalacións e factura como propios, a dimensión do activo requirida será moito menor e a estrutura operacional exhibirá unha maior nesga cara ós gastos variables (débil apancamento operativo), o que permite optar por unha estrutura financeira máis arriscada (alto apancamento financeiro).

agás casos especiais, implicará tamén unha redución do excedente, empeorando a posición económica.

Deste modo, podemos argüír que aínda que a estrutura financeira xeralmente non se erixe como un fin en si mesma, si que constitúe, sen embargo, un irrenunciable medio que posibilita a consecución dos obxectivos empresariais propostos. Ante esas consideracións resulta evidente que a estrutura financeira debe ser congruente co risco externo que a empresa soporta e coas características productivas e de comercialización que exhibe, xa que de non facelo así se pode chegar a socavala súas futuras marxes de manobra ante continxencias de calquera tipo e, por conseguinte, poñer en perigo a viabilidade da empresa.

Ante ese reto, cabe preguntarnos cómo conseguir unha vantaxe competitiva xenuinamente financeira que supoña a creación de valor para o accionista a través de accións produto/mercado apoiando a competitividade da empresa, sendo isto posible en función do diferencial  $RF-k_e$ <sup>4</sup>, da taxa de crecemento da empresa ( $G$ ) (función da taxa de crecemento do sector e dos obxectivos de participación de mercado que perseguen), e do número de anos que é posible prever que persista ese diferencial de rendibilidade. Lembremos que as decisións xenuinamente financeiras son as que se refiren á estruturación do pasivo e o reparto de dividendos. ¿En que medida as consideracións anteriores nos axudan a crear valor en termos tan só deste tipo de accións? O enfoque xeral debe se-lo mesmo que na área produto/mercado: a busca sistemática de imperfeccións de mercado, en termos financeiros, e a súa explotación da forma máis duradeira que sexa posible, reportándolles uns maiores beneficios<sup>5</sup>.

Unha das primeiras posibilidades que se lle ofrece á empresa para conseguir unha vantaxe inicial fronte ós seus competidores sería a obtención dun custo do capital menor. Caben *a priori* tres formas posibles de reduci-lo seu custo do capital:

- Conseguir un menor custo do pasivo esixible oneroso.
- Rebaixa-lo custo que os accionistas esixen sobre o capital de risco.
- Diseñar unha estrutura de financiamento que produza un menor custo ponderado do capital.

Non obstante, a probada eficiencia dos mercados de capitais máis desenvolvidos fai que cada unha destas liñas de acción requira esforzos considerables de creativi-

---

<sup>4</sup> Onde  $RF$  é a rendibilidade financeira e  $K_e$  o custo do capital propio para a empresa.

<sup>5</sup> O nivel de débeda e/ou a taxa de variación da “*ratio*” de endebedamento incrementan o apancamento financeiro da empresa e, xa que logo, a rendibilidade dos seus recursos propios. Deste modo, a “*ratio*” de creación de valor ( $RF/k_e$ ) incrementábase sobre todo cando o custo de oportunidade dos accionistas diminúe coa caída dos tipos de xuro e medra o valor de mercado da empresa. Polo tanto, a débeda condiciona a capitalización bolsista, e disto dedúcese que pode constituir un mecanismo adecuado para controla-las decisións directivas ó orientalas cara ó obxectivo prioritario dos accionistas (Melle Hernández, 1997).

dade financeira. Malia todo iso, a experiencia mostra que as oportunidades existen e que un director financeiro pode aproveitarse delas.

A complexidade dos sistemas fiscais modernos creou posibilidades insospeitadas neste sentido. Para conseguir un menor custo da débeda, o director financeiro debe localizar *segmentos singulares* nos mercados de capitais con apetencia por un determinado tipo de títulos. A aparición de activos financeiros con denominacións enredadas, como “obrigas convertibles a tipo de xuro axustable”, responde a este propósito de conseguir financiamento alleo a un custo inferior ó que suporía unha taxa competitiva para un nivel equivalente de risco.

Ás veces, un menor custo do capital pode conseguirse vinculando financiamento específico a un proxecto de negocio singular. De feito, este é o fundamento do denominado *financiamento de proxectos*, fórmula moi frecuente na explotación de recursos naturais. Se a empresa consegue reduci-lo risco operativo do negocio é posible que os investidores externos se mostren dispostos a aceptar unha estrutura de capital máis arriscada –maior proporción de débeda– da que tolerarían noutro caso, ou ben poden estar dispostos a achegar capital de risco, esixindo un menor rendemento como consecuencia do menor risco percibido. En calquera caso, o resultado é un menor custo e, en consecuencia, unha creación de valor xenuinamente financeira.

## **2. A FUNCIÓN FINANCEIRA E A ESTRATEXIA COMPETITIVA: RELACIÓNS E IMPLICACIÓNS**

Son numerosos os estudos que ó longo destes últimos anos trataron de atopar-lles un significado ás relacións existentes entre a estrutura financeira e a estratexia competitiva desenvolvida por unha organización, destacando a gran similitude nos resultados obtidos en todos eles (Chung, 1993; Rodríguez Sanz e Vallelado González, 1994; Acosta Molina e Medina Hernández, 1999).

Un dos primeiros aspectos que cómpre salientar resulta da análise financeira daquelas empresas que presentan unha clara vocación innovadora. Deste modo, as empresas con maiores investimentos en I+D, aínda sendo a forza de presentar niveis de débeda elevados, posúen unha taxa de variación do seu valor de mercado positivo, polo que neste tipo de empresas esa clase de investimentos son valorados polo mercado en termos de expectativas favorables de creación de valor no futuro e de aí o incremento da capitalización bolsista do ano seguinte.

Ademais, unha organización que leve a cabo unha estratexia apoiada nun proceso continuo de innovación, tanto en produtos coma en procesos, podería atoparse ante a diminución da necesidade de financiamento do fondo de manobra. Este feito supón unha liberación de fondos que pode ser empregada para o financiamento de novos proxectos innovadores, para modifica-la composición da estrutura financei-

ra empresarial ou para reduci-la diminución de recursos financeiros que hai que solicitar ó considerar unha opción de investimento en innovación<sup>6</sup>.

Do mesmo modo, cando a empresa leva a cabo unha estratexia comercial asimétrica (estratexia de diferenciación baseada en ofertar unha gama de produtos diferentes) ó combina-las variable  $RF$ ,  $k_i$ <sup>7</sup>,  $k_e$  e  $G$ ponse de manifesto a complexidade competitiva/financeira na que pode atoparse un negocio concreto. Así pois, podemos contemplar negocios que a pesar de xerar caixa e de gañar participación de mercado –atributos desexados nos modelos tradicionais de carteira de produtos– destrúen, sen embargo, o seu valor económico porque a rendibilidade que obteñen sobre recursos propios non alcanza a esixida polos investidores externos. As implicacións financeiras dunha estratexia comercial asimétrica, como a que prescribe a carteira de produtos, seguen merecendo unha atención especial. Neste sentido, as variables consideradas fundamentais pola teoría financeira – $RE$ , apancamento financeiro,  $RF$ ,  $k_i$ ,  $k_e$  e  $G$ – poden axudarnos a detectar se as políticas financeiras se harmonizan adecuadamente coas distintas estratexias produto-mercado.

Outras posibles relacións existentes entre a estratexia competitiva da empresa e a súa estrutura financeira, obtidas a partir da revisión da literatura existente, fan referencia a:

- 1) As empresas cunha diversificación de activos máis grande e cunha maior *ratio* de activos fixos tenden a usar débeda a máis longo prazo nunha contía maior, observándose como as empresas tratan de axusta-los vencementos dos seus activos e pasivos (Chung, 1993; Rodríguez Sanz e Vallelado González, 1994).
- 2) As empresas con oportunidades de crecemento máis alto e cun risco operativo maior tenden a utilizar nunha menor proporción débeda, tanto no longo coma no curto prazo<sup>8</sup> (Chung, 1993; Rodríguez Sanz e Vallelado González, 1994).
- 3) E, finalmente, as empresas que operan en industrias reguladas usan máis débeda a longo prazo, o cal indica, se cadra, custos de axencia máis baixos en industrias reguladas<sup>9</sup> (Chung, 1993; Rodríguez Sanz e Vallelado González, 1994).

<sup>6</sup> Unha adecuada xestión dos procesos de innovación xerará unha menor necesidade de recursos e mesmo permitirá a obtención de fondos adicionais a través da liberación de capitais comprometidos previamente (García Marco e Álvarez Gil, 1995).

A mellora continuada levada a cabo polas empresas nos procesos de innovación en produtos e procesos supón un efecto financeiro positivo (reducción do tempo do ciclo de fabricación, maior rotación do inventario en curso, menor duración do período medio de fabricación que hai que financiar). Esas empresas desenvolven novos equipos e novas formas de configurar plantas, aumentando a flexibilidade destas e reducindo os seus ciclos de tempo de fabricación (Oliver, Delbridge, Jones e Lowe, 1993).

O seguimento dunha filosofía de aprovisionamento do tipo *just in time* conduciría a unha reducción do nivel medio de inventarios de materias primas e, por conseguinte, a unha maior rotación destes inventarios, acurtando a duración do período medio de financiamento do aprovisionamento.

<sup>7</sup>  $K_i$  e o custo do capital alleo da empresa.

<sup>8</sup> Este tipo de empresas, consideradas como empresas “*gacelas*”, tenden a subordinar-lo risco económico e o financeiro ó risco competitivo. Así pois, asumen un maior risco cás empresas “*normais*”, e nalgúns casos un elevado risco financeiro derivado das posibles necesidades que poidan presentar para poder financiar tan alto crecemento con tal de non dana-la súa imaxe competitiva e corta-lo seu crecemento.

Así mesmo, Chung (1993) atopa que, ademais do risco operativo intrínseco da empresa, existen outros factores como o grao de aversión ó risco dos directivos, o infrainvestimento e os problemas de substitución de activos que desenvolven un importante papel na determinación da estrutura financeira corporativa.

De igual forma, pon de manifesto o feito de que as empresas que posúen unha Beta de activos máis alta (*unlevered Beta*- $\beta_U$ )<sup>10</sup> manifestan un menor nivel de débeda tanto no curto coma no longo prazo. Para Chung (1993) existe unha relación inversa entre o apancamento financeiro e a Beta dos activos, o cal está relacionado coa noción tradicional de que empresas cun risco alto usarían menos débeda. Tamén atopa unha asociación inversa (positiva) entre o risco non sistemático da empresa (diversificación de activos) e a débeda a longo prazo, o cal apoia a hipótese común de que a aversión ó risco e os custos de axencia da débeda proveñen do conflito accionistas-obrigacionistas (acreedores).

Unha vez tidas en conta todas estas consideracións iniciais, e baixo o suposto do papel preeminente que representa o activo da empresa como elemento adaptativo ó nivel de risco externo fronte á estrutura de pasivo, trataremos de analizar ó longo do presente traballo a cuestión da congruencia existente entre a estrutura financeira e a estratexia competitiva desde a óptica de dúas unidades estratéxicas de negocios xenericamente diferenciadas en función do grao de sensibilidade que mostran ante a evolución da economía: por un lado, aquelas que manifestan unha elevada sensibilidade á variación experimentada de forma global pola economía, dedicándolle un apartado concreto á análise do caso da estratexia de diferenciación ó tratarse dunha posible vía minimizadora do risco externo; e, por outro, as que mostran unha escasa dependencia da evolución dos ciclos económicos. Por suposto, quereamos poñer de manifesto que entre unha e outra posición extrema ten cabida todo un amplo abano de combinacións posibles e plausibles.

---

<sup>9</sup> As empresas que operan en industrias reguladas poden ser capaces de endebedarse máis cás empresas que operan en industrias non reguladas (derivado de ter uns menores custos de axencia). Pode observarse tamén que o risco operativo é tipicamente menor para industrias reguladas respecto das non reguladas, xa que aquelas reguladas se enfrontan a curvas de demanda inelástica para os seus *outputs*. Esta é outra das razóns polas que podemos supoñer unha capacidade de débeda máis alta para empresas reguladas. Estas empresas poden ser capaces de cargarlle as perdas de operacións ó usuario.

<sup>10</sup> Desde a óptica da teoría de equilibrio dos activos financeiros, o risco de calquera título valor ou activo represéntase a través da súa correspondente  $\beta$ , sendo  $\beta_U$  a Beta do activo da empresa, mediante a cal se avalía o seu nivel de risco. Loxicamente, tamén representa o risco das accións dunha empresa financiada integramente con capital propio.

## 2.1. EMPRESAS PERTENCENTES A SECTORES FORTEMENTE DEPENDENTES DO CICLO ECONÓMICO

Este tipo de empresas pertencentes a sectores moi dependentes do ciclo económico soportan un nivel de risco externo elevado, froito do grao de incerteza proveniente da contorna (Guisado Tato, 1991).

Neste suposto partimos do feito de que a contorna específica é altamente arriscada, polo que a supervivencia da empresa dependerá en gran medida da adopción dunha estrutura operacional e financeira congruente co risco procedente do exterior. O alto risco de mercado é unha das características das empresas cíclicas e dos proxectos con altos custos fixos. Daquela, baixo a asunción de que a estrutura que desempeña un rol hexemónico na materialización adaptativa da empresa é a do activo, a lóxica e a racionalización da ponderación de riscos conduciranos a articular, en primeiro lugar, unha estrutura económica nesgada cara ós gastos variables – recorrendo en maior medida a opcións como a subcontratación fronte á produción propia– co obxecto de que o apancamento operativo, considerado como unha medida do risco interno derivado da súa estrutura de activo, sexa reducido e, por conseguinte, compense o forte impacto da incerteza externa sobre o risco dos accionistas. Dito doutro modo, tratarase de ser cautos, articulando unha estrutura do activo máis reducida cá que admite o correspondente nivel de facturación, co obxecto de preservar a supervivencia e a marxe de manobra da empresa ante a potencial volatilidade da súa demanda.

Así mesmo, a estrutura financeira tamén tratará de instrumentar unha *ratio* de apancamento financeiro reducido co fin de coadxuvar a controlalo elevado risco externo. Ademais, as propias institucións financeiras non serán proclives a facilitar un excesivo endebedamento, dada a presumible volatilidade dos potenciais ingresos da empresa.

Agora ben, o grao de adecuación da estrutura financeira dependerá do que previamente se materializara na correspondente estrutura do activo. Se a resposta consistiu en artellar un apancamento operativo superior á media que prevalece no sector, a compensación de riscos obrigará á empresa a nesga-la súa estrutura financeira cara ó capital propio, instrumentando un apancamento financeiro inferior á media do seu sector, co fin de que os custos fixos globais resultantes –operativos e financeiros– sexan reducidos e impidan unha ampliación desmesurada do elevado risco externo (Guisado Tato, 1991).

Pola contra, se a estrutura do activo se infradimensionou máis intensamente cá media que domina no sector mediante unha maior recorrencia á subcontratación, o apancamento financeiro da empresa pode ser lixeiramente superior á media que prevalece nel, tratando de esbozar un risco interno equilibrado. De calquera modo, a ousadía financeira nunca será elevada e o apancamento financeiro resultante será inferior á media que existe globalmente na economía, por canto as institucións cre-

diticias impondrán teitos reducidos á capacidade de endebedamento das empresas que se ven obrigadas a enfrontarse a importantes riscos externos.

Neste último caso, a vertebración interna de riscos supón, respecto do comportamento medio do sector, unha superior flexibilidade desde o punto de vista operativo a base de asumir unha maior rixidez financeira por canto a empresa, ademais de ter que afrontar-lo pagamento dos xuros e a devolución do correspondente principal nos termos fixados contractualmente, debe enfrontarse frecuentemente ó feito de que os obrigacionistas adoitan impoñerlle límites concretos ó desenvolvemento de determinadas políticas (endebedamento, dividendos, etcétera), tratando de impedir que en situacións de precaria liquidez os dirixentes empresariais poidan operar en contra dos seus intereses.

Sen embargo, a rixidez que emana dunha estrutura financeira non comporta o mesmo grao de inflexibilidade cá operativa, xa que a transición desde unha estrutura fortemente integrada operacionalmente —elevado apancamento operativo— cara a outra de menor integración sempre é traumática e comporta inevitablemente unha decidida readaptación dos recursos materiais e humanos orixinarios que a empresa manexa. Sen embargo, a manipulación e transformación da estrutura financeira non ten por qué afectarlles directamente a eses recursos, xa que inflúe en menor medida na capacidade competitiva da empresa e, ademais, se pode materializar de modo practicamente instantáneo.

A este respecto, Cantor (1990) reflicte a existencia de posibles riscos á hora de manipular a estrutura de pasivo, resaltando principalmente a existencia dunha asociación entre o nivel de apancamento e o incremento da volatilidade nas *ratios* de crecemento nos gastos en activo fixo e no emprego. Esa relación implica que un incremento no nivel medio de endebedamento das empresas pode causar que estas se volvan máis vulnerables fronte ás sacudidas económicas e máis sensibles ante os cambios na política monetaria.

No devandito estudio as empresas altamente apancadas aparecen como empresas que experimentaron unha volatilidade máis grande cá media con respecto ós seus gastos en planta, en equipo e en man de obra. O estudio mostra unha relación estatística positiva entre o nivel de apancamento e a volatilidade en investimentos (*ratio* de investimento = investimento / capital social da empresa) e no emprego.

En consonancia co dito anteriormente, Fazzari, Hubbard e Peterson (1988) nun estudio realizado para un grupo de empresas americanas mostran que aquelas organizacións que presentaban un alto grao de apancamento financeiro tamén manifestaron unhas *ratios* de investimento moito máis sensibles ás fluctuacións nas súas vendas e nos seus *cash flows*.

Así pois, o incremento do apancamento eleva a sensibilidade dos investimentos e do emprego respecto dos cambios que se dan nas vendas e nos *cash flows*. Cabe precisar que cando o incremento do nivel de apancamento se fai extensible a moitas empresas do sector é probable que ese sector se volva máis volátil e sensible ás fluctuacións das vendas e do *cash flow*.

A análise realizada por Cantor (1990) suxire como posible explicación a esta maior volatilidade a elevada sensibilidade ás fluctuacións no *cash flow*, debido a que estas empresas normalmente se enfrontan a obrigas relacionadas co servizo da débeda ou a amortización do principal elevado e posúen unha limitada capacidade para pedir prestados fondos adicionais. Desta forma, será máis probable que os seus competidores menos endebedados respondan a cambios no custo e na demanda mediante axustes máis acusados no consumo ou custo dos seus *inputs*, sendo empresas menos agresivas comercialmente ó non ter tanta presión á hora de facerlles fronte ós pagamentos de xuros e do principal. Máis sinaladamente, cando as vendas caen, incluso temporalmente, as empresas altamente apañadas poden elixir pospoñer investimentos ou despedir temporalmente por falta de traballo un determinado número de traballadores ata que a demanda volva medrar; é dicir, reaccionan con máis conservadorismo cás empresas menos apañadas co fin de evitar caer na bancarrota.

Cantor (1990) proporciona, así mesmo, evidencias de que as diferencias na volatilidade dos investimentos e do emprego poden ser debidas máis a disparidades no grao de apañamento financeiro que a características específicas da empresa ou da industria que poidan estar correlacionadas co seu nivel de apañamento. A este respecto, observamos como as empresas máis apañadas experimentan unha maior volatilidade nos seus investimentos e no nivel de emprego que non pode ser atribuída ás características da industria, ó tamaño das organizacións e/ou ós efectos provocados por un rápido crecemento. Loxicamente, as empresas cun maior nivel de apañamento varían máis o seu nivel de investimento e de emprego en resposta a variacións no *cash flow* (e, se cadra, nas vendas) cás empresas con menos nivel de apañamento.

Estes resultados suxiren que a elevada volatilidade que presentan as empresas altamente apañadas non é algo simplemente esóxeno, separado doutras forzas que afectan á organización. Así por exemplo, a política monetaria pode influencia-lo emprego e os investimentos totais afectándolles ás vendas da empresa e ós custos de xuros e, por conseguinte, ós fluxos de caixa das empresas. De feito, o recente incremento do nivel de investimentos e de emprego en EE.UU. na década dos anos noventa puido ser unha resposta á nova política monetaria por parte, cando menos, daquelas empresas que incrementaron substancialmente o seu apañamento.

### 2.1.1. A estrutura de capital e a estratexia de diferenciación

No que á elección da estratexia competitiva “idónea” se refire, en canto a este tipo de empresas, cómpre comezar por sinalar que a existencia de partidas de sectores involucrados nun elevado risco externo ( $\beta_j$ ) é o resultado na maior parte dos casos de que os artigos ou bens que os conforman se mostran excesivamente dependentes da conxuntura económica como consecuencia da nesga diferenciadora que adoita caracterizalos. Normalmente, os artigos diferenciados incorporan unhas características de *desexabilidade* intrínsecas e xenuínas, das que dimana a esixencia dun prezo elevado. Isto provoca que sexa precisamente destes artigos dos primeiros que se prescindira no avatar dunha recesión económica. Velaquí unha das claves do elevado risco que a súa produción e comercialización entraña.

Non obstante, baixo a asunción dunha importante incerteza ambiental e, aínda no suposto de que esta non proceda das características intrinsecamente diferenciadoras dos correspondentes artigos, moitos autores sinalan que a estratexia competitiva xenérica que resulta congruente cunha contorna desta natureza é, precisamente, a de diferenciación, como estratexia que minimiza o risco cando menos nalgunhas das súas posibles manifestacións. Noutros moitos, Hambrick (1983) sinala que en xeral a diferenciación baseada na innovación e na introducción continua de novos produtos parece a máis adecuada para enfrontarse a contornas mutantes, dinámicas e incertas. De igual forma, conclúe que as empresas fortemente integradas adoitán requirir para o seu desenvolvemento contornas de baixa incerteza ou, o que é o mesmo, a estratexia de liderado en custos é máis factible en contornas estables. Así mesmo, Bühner (1987) fala da estratexia de diversificación internacional como unha vía para minimiza-lo risco ó que se enfronta a organización como consecuencia da súa dependencia da evolución global da economía por parte dalgún dos seus negocios ó favorecer aspectos como a innovación e a proximidade ó cliente. Así pois, dado que a estratexia de diferenciación se caracteriza por unha clara vocación monopolizadora do mercado, resulta evidente que, na medida en que esta triúñfe, isto fará que á empresa lle resulte máis factible contrarresta-la volatilidade xenérica da súa contorna.

Por outra parte, xa sinalamos que no contexto de mercados que xeran demandas altamente volátiles a prudencia aconsella ser cautos á hora de dimensionar os activos da empresa. Se á par temos en conta que con suma frecuencia a predisposición á creatividade e á diferenciación real ten lugar en maior medida no seo das pequenas e medianas empresas, atopamos aquí novos argumentos de congruencia entre risco externo, dimensionamento e diferenciación.

Desta maneira, se centrámola nosa atención de modo superficial na estrutura financeira, deducimos que a incerteza ambiental provoca un relativo grao de correlación negativa entre diferenciación e apancamento financeiro motivada pola compensación de riscos á que a empresa se ve abocada, e porque a operativa das propias institucións crediticias non permitirá un excesivo endebedamento ante a volati-

lidade do mercado no que a empresa se desenvolve. Ademais, o interese dos propios accionistas propicia un financiamento nesgado cara ó capital propio, por canto ese financiamento facilita que perdure a estrutura de poder no seo da empresa, o cal non sería posible se se optara por un maior nivel de endebedamento no contexto dunha elevada incerteza externa.

No que toca á problemática do fondo de rotación, todo parece indicar que a interrelación existente entre un elevado risco externo e a estratexia de diferenciación desemboca na necesidade de deseñar unha ampla cobertura para un nivel de liquidez, como consecuencia dos respectivos comportamentos dos ingresos e dos gastos correspondentes.

Os ingresos que se xeran en ambientes de alta incerteza presentan uns elevados graos de valor aleatorio, o que obriga ás empresas inmersas en tesituras desta natureza a crear amplas coberturas de liquidez, tratando de salvagarda-la operativa do día a día fronte ó imprevisto.

Polo que compete ó gasto, ocorre o mesmo que cos ingresos xa que a estratexia de diferenciación adoita caracterizarse polo acompañamento de procesos de produción flexibles, o que entraña, de partida, a asunción de certos graos de ineficacia e a imposibilidade de establecer unha férrea e ríxida disciplina respecto dos gastos<sup>11</sup>.

É razoable que baixo a tutela da existencia dunha forte incerteza externa e a articulación dunha estratexia de diferenciación, ingresos e gastos sexan obxecto dunha elevada *aleatoriedade*, situación que debe conducir a traballar con amplas coberturas de liquidez, co obxecto de que a precariedade financeira do día ó día non lle reste enerxías á creatividade e innovación, columna vertebral que facilita o éxito das empresas inmersas en ambientes desta natureza. Polo tanto, unha estrutura financeira nesgada á utilización preferente do capital propio facilita o cumprimento de tal fin, xa que aquela non tende a incrementa-la estocasticidade que emerxe do propio ciclo de explotación.

Por outro lado, son numerosas as investigacións que indican que a natureza da diversificación pode estar influenciada polo perfil de recursos financeiros da empresa e viceversa (Williamson, 1988; Chatterjee e Wernerfelt, 1991; Chung, 1993; Kochhar e Hitt, 1998), suxerindo todos eles que a natureza da diversificación aféctalle á estrutura de capital, alterando o perfil dos recursos da empresa e, á súa vez, a estrutura de capital da empresa aféctalle á natureza da diversificación perseguida. Noutras palabras, hai unha relación recíproca entre a estratexia financeira da empresa e súa estratexia de diversificación corporativa.

Neste sentido cómpre indicar que unha empresa que opta pola diversificación dos seus negocios, o que supón a redución do seu risco operativo, pode manexar

---

<sup>11</sup> Sobre a consistencia xenérica entre procesos de produción e estratexias competitivas poden consultarse moitos traballos dispoñibles a este respecto, como o de Fernández Sánchez e Fernández Casariego (1988, pp. 259-260), entre outros.

neses casos un maior risco financeiro a través dun aumento do uso de débeda<sup>12</sup>. Chatterjee e Wernerfelt (1991) suxiren que a natureza desa diversificación vai depender en parte dos recursos dispoñibles da empresa. Debido á substancial cantidade de diñeiro necesaria para ese proceso de diversificación, as empresas a miúdo necesitan de recursos externos de financiamento. Cumpriría diferenciar, neste caso, se se trata dunha diversificación de produtos ou xeográfica, ámbalas dúas son alternativas estratéxicas de diversificación desde o punto de vista da riqueza dos accionistas. Os motivos que propician unha ou outra son distintos, aínda que partamos do suposto de que en ámbolos dous casos a diversificación das empresas se produce como resposta á presenza de recursos inutilizados (Penrose, 1959; Teece, 1980). Aínda que a diversificación de produtos é motivada por razóns de diminución do risco ou por posuí-la empresa unha pobre rendibilidade nas liñas de negocio tradicionais, a segunda das opcións é proposta cando se lle presentan á empresa como estímulo externo as oportunidades de mercado exteriores. Con respecto á diversificación de produtos, cabe dicir que a distinción relacionada (conexa) e non relacionada (non-conexa) está asociada ás características dos recursos dispoñibles pola empresa<sup>13</sup>. Estas diferencias no grao de especificidade da empresa entre as dúas estratexias de diversificación suxire que os modos desexables de financiamento de cada unha das alternativas difiren.

Neste sentido, se desde a perspectiva da teoría dos custos de transacción se suxire que a *ratio* de débeda/capital dunha empresa está negativamente relacionada co grao de afinidade entre os negocios dunha empresa, a teoría da axencia suxire a hipótese oposta entre apancamento e estratexia de diversificación. Debido a unha maior carga de intereses, as empresas cun elevado nivel de apancamento distribuirán unha maior fracción das súas ganancias como pagamento ós seus acredores. Así mesmo, estas empresas estarán asociadas a un *cash flow* libre máis baixo propiciando uns custos de axencia menores. O incremento dos pagamentos ós debedores diminuirá a cantidade dispoñible dos directivos para posibles investimentos non productivos. Ademais, os custos de axencia tamén disminuirán como consecuencia dunha maior supervisión por parte dos acredores, o que implica que os directivos necesitarán proporcionar unha maior xustificación para levar a cabo as súas accións. Así pois, é razoable pensar que ante esa situación os directivos se decanten

---

<sup>12</sup> Tal e como sinalou Bettis (1983), a estratexia de diversificación da empresa reflicte a actitude e o enfoque (modo de afrontalo) da alta dirección cara ó risco. A aversión ó risco foi proposta como unha das claves determinantes da estrutura de capital.

<sup>13</sup> Activos especializados adoita levar asociado a posta en práctica de estratexias de diversificación relacionada (Teece, 1982). Empresas cun alto nivel de activos intanxibles, os cales tenden a ser especializados e inflexibles, adoitan ser transferidos a través de negocios similares (Lemelin, 1982), levando a unha diversificación máis relacionada (Chatterjee e Wernerfelt, 1991). Unha estratexia menos centrada, é dicir, unha estratexia de diversificación non relacionada, indica que os recursos non son altamente específicos para a empresa (Montgomery e Wernerfelt, 1988; Wernerfelt e Montgomery, 1988). Deste modo, con respecto ós requirimentos de recursos, unha característica diferenciadora entre os dous tipos de estratexia de diversificación é o nivel de especificidade dos activos (Mahoney e Pandian, 1992). O valor obtido da entrada dentro de negocios relacionados depende das sinerxias cos negocios existentes. Entrar dentro dun negocio non relacionado, sen embargo, depende principalmente das forzas do nivel corporativo, tal e como a habilidade para obter sinerxias financeiras (Hitt e Ireland, 1986). Polo tanto, a diversificación relacionada está asociada coa presenza dunha maior cantidade de activos específicos da empresa, cando a comparamos coa diversificación non relacionada.

por seguir estratexias que diminúan o valor da empresa, tales como unha estratexia de diversificación non-conexa (Jensen, 1986; 1989). Desta forma e de acordo co punto de vista da axencia, Kochhar (1996) sinala que a *ratio* de débeda/capital dunha empresa está positivamente relacionada co grao de afinidade entre os negocios.

Así pois, dependendo de se analizámo-la relación entre a diversificación estratéxica dunha empresa e a súa estrutura de capital desde un punto de vista dunha teoría ou doutra, suxerindo direccións opostas, obsérvase unha clara contradición.

A este respecto, diversos estudos centrados na comparación de *ratios* de apancamento a través dos distintos grupos que seguiron estratexias de diversificación –conexa ou non-conexa– atoparon que a *ratio* dos grupos que seguiron estratexias de diversificación non-conexa foi significativamente máis grande que para os que levaron a cabo estratexias de diversificación relacionada, sendo consecuente co proposto pola teoría de axencia (Barton, 1988; Barton e Gordon, 1988). A diversificación conexa introduce activos máis específicos mentres que a diversificación non-conexa engádelle activos menos específicos á empresa. Unha alta especificidade implica que potenciais subministradores de fondos poden perder parte dos recursos investidos se a organización entra en bancarrota. Como os prestamistas teñen unha pequena posibilidade para limita-las decisións empresariais, enfróntanse a unha perda de valor esperada máis grande. Alternativamente, debido á especificidade máis baixa, os prestamistas potenciais teñen menos perdas esperadas coa diversificación non-conexa. Os accionistas potenciais poden controla-las accións directivas. Desta maneira, prefírese o financiamento a través de capital propio para a diversificación conexa e o financiamento a través de débeda para a diversificación non-conexa. Noutras palabras, a especificidade da empresa máis baixa está asociada a niveis máis altos de débeda.

Pola contra, algúns estudos existentes, aínda que escasos, proporcionan evidencias que cimentan o suposto proposto desde a óptica da teoría dos custos de transacción e oposto ó presentado pola teoría da axencia. Así por exemplo, Williamson (1988), seguindo a perspectiva do custo de transacción, argumenta que a forma eficiente de goberno para activos específicos é a vía do financiamento con capital; polo tanto, o financiamento con débeda é máis probable que sexa preferido para o financiamento de activos non específicos. Os diversificadores relacionados, por regra xeral, tenden a compoñerse de activos, principalmente de carácter específico para a empresa, mentres que as empresas que adoptan unha estratexia de diversificación non relacionada presentan un nivel máis baixo deses activos. Deste modo, a especificidade está positivamente relacionada co grao de afinidade. A relación entre especificidade e financiamento suxire que as empresas que seguen estratexias de diversificación relacionadas son probablemente as que leven a cabo esa estratexia mediante o uso de recursos propios e os diversificadores non relacionados mediante a utilización de débeda. Outro traballo moito máis recente que implica algunha proposta interesante acerca da relación causal bidireccional entre o modo e a natureza da diversificación foi o realizado por Kochhar e Hitt (1998), que mostra como resultado que o financiamento con capital propio é preferido para levar a cabo es-

tratexias de diversificación relacionadas e que as non-conexas se asocian co financiamento alleo. Unha posible explicación desa afirmación atopámola en que dado que a especificidade dos recursos aféctalle o nivel de custos de transacción<sup>14</sup>, xa que os provedores de capital son máis remisos a financiar esta clase de activos pois vense fortemente suxeitos ó bo uso que se faga deles por parte dos directivos da empresa para poder recupera-lo diñeiro invertido neles, dando lugar a un problema de *incerteza*, de aí que aquelas empresas que optan por unha estratexia de diversificación conexas, derivada da existencia de activos específicos, se decanten pola fórmula do financiamento propia.

Igual ca Kochhar e Hitt (1998), xa no ano 1994 nun estudio realizado para unha mostra de grandes empresas españolas os profesores Rodríguez Sanz e Vallelado González indicaban que o nivel de diversificación exhibe un grao de correlación negativa co nivel de débeda empregado. Unha posible resposta a esa relación poderíamola atopar na propia idiosincrasia da empresa e pola clase de diversificación pola que opte esta, pois se o risco asociado ó correspondente negocio é elevado de seu, o feito de que a empresa diversifique as actividades asociadas a ese negocio non supón unha diminución do risco operativo, tendo que financiar, polo tanto, esa operación con recursos propios de cara a non incrementa-lo risco financeiro e así mante-lo risco total igual. Outra alternativa sería que a empresa optara por unha diversificación non correlacionada; sen embargo, neste caso as entidades financeiras poden proceder a non financiarla debido ó seu maior nivel de risco.

Non nos cabe dúbida de que a transacción entre os subministradores de fondos e as empresas diversificadas ou en vías de diversificación é tensa e con dificultades á hora da supervisión, da negociación e do cumprimento do contrato derivado da existencia de información asimétrica, a cal constitúe o principal determinante á hora de elixir entre débeda pública ou privada (Hertzel, 1992). Desde a perspectiva dos subministradores de fondos, o control sobre as decisións directivas pode resultar moi importante, pois estas poden mina-los investimentos. A este respecto, Williamson (1988) argumentou que o capital e a débeda poden ser considerados como alternativa ós mecanismos de goberno con capacidade diferencial para controlar e para avalia-las decisións directivas. Antes de financiar un proxecto os prestamistas potenciais avalían o risco no que incorren ante a posibilidade de que as empresas non efectúen o reembolso do investimento. Se unha empresa erra á hora de realiza-los pagamentos, os prestamistas atópanse motivados para exercer-lo seu dereito para reclamar e para forza-la empresa á bancarrota. Se o proxecto está composto de activos específicos da empresa, os prestamistas normalmente recuperan só unha parte do seu investimento. Eles dispoñen tamén dun pequeno control sobre o uso dos recursos que os directivos fagan con ese investimento para asegurar que o proxecto é implementado eficazmente. Polo tanto, os prestamistas son remisos a investir en proxectos que requiren recursos altamente específicos, a menos que ese maior risco se compense cun tipo de xuros máis alto (Williamson, 1988). Pola contra, adoitan

---

<sup>14</sup> A especificidade dos activos é un dos *aspectos concretos da transacción* que xeran custos de transacción, xunto coa incerteza e a frecuencia.

estar máis dispostos a financiar proxectos que requiran activos menos específicos. Por norma xeral, os subministradores de fondos prefiren actuacións que dean lugar a cantidades máis grandes de activos que requiren accións específicas da empresa para xerar valor (Kochhar, 1996). O financiamento con capital, cun *status* solicitante residual na empresa para a liquidación tanto de activos como de ganancias, representa ese modo. O goberno autoritario da xunta directiva reduce o risco dos subministradores de fondos de capital. Polo tanto, o financiamento con capital é máis desexable cá débeda para proxectos cunha alta especificidade (Kochhar, 1996; Williamson, 1998).

Confirmando estes argumentos dos custos de transacción, Balkrishnan e Fox (1993) atopan que a intensidade de investimento en I+D nunha empresa –que podemos considerar como unha medida da intensidade do activo intanxible e do *know-how* específico da empresa– estaba negativamente relacionada co nivel de apancamento desa empresa. A tal fin, afirman que o apancamento dunha empresa debería estar positivamente relacionado coa reutilización ou coa reorganización dos seus activos, igual que cos seus investimentos en activos tanxibles e nos chamados activos *reputacionais*, que supoñen para a empresa un compromiso co mercado no que compete<sup>15</sup>. Pola contra, argumentan que debería estar negativamente relacionado co seu investimento en activos intanxibles, activos específicos da empresa.

Se temos en conta a teoría dos recursos, que fai fincapé na heteroxeneidade da empresa e no feito do logro das vantaxes competitivas baseadas nos recursos e nas capacidades propias da empresa, poderíamos afirmar que a existencia dun alto nivel de endebedamento inhibe á empresa á hora de investir en activos específicos, posto que estes non son facilmente reasignables e supoñen para o prestamista máis inseguridade cando se trata de recupera-lo seu investimento. Este tipo de investimento é máis propicio para ser levado a cabo con fondos propios. Por todo iso, podemos afirmar que esta clase de recursos (específicos) desenvolven un papel importante na determinación da estrutura de capital da empresa.

Adicionalmente, Titman e Wessels (1988) atoparon que o apancamento dunha empresa estaba negativamente relacionado coa unicidade de produto e co grao de especialización do servizo requirido. As diferencias na especificidade da empresa dentro de negocios conexos *versus* non-conexos orixina os custos de transacción entre os subministradores e a empresa. O resultado é un dilema de risco moral para os subministradores, dada a imposibilidade de controlar e de supervisa-las actividades da empresa endebedada. Evidentemente, este conflito pode ser mitigado ou esvaído mediante a selección dun apropiado tipo de financiamento, o que leva a Kochhar e Hitt (1998) a formula-las seguintes asercións:

---

<sup>15</sup> A presenza e o mantemento de certos activos *reputacionais*, como pode se-lo nome da marca, que implica a continua inversión de fondos para logra-lo mantemento desa imaxe e que en certa medida implican un compromiso da empresa co mercado, leva ós prestamistas a considera-la existencia deste tipo de activos como un compromiso da empresa para ser un competidor agresivo no seu mercado de produto, significando un custo de financiamento máis baixo para esta clase de empresas.

- 1) Un incremento na diversificación non-conexa da empresa é un indicador positivo do financiamento con débeda como unha proporción do total do novo financiamento.
- 2) Un incremento na diversificación conexa dunha empresa é un indicador negativo da débeda como unha proporción do total da nova débeda.

Outro dos aspectos ó que nos gustaría facer referencia con respecto á estratexia de diversificación refírese á forma de entrar nun novo negocio. Así pois, as empresas poden entrar en novos negocios adquirindo outro xa existente ou ben entrando directamente (desenvolvemento interno)<sup>16</sup>. Se temos en conta que en calquera proceso de diversificación existe un problema derivado da existencia de información asimétrica, a empresa pode reducir esa asimetría utilizando fontes de financiamento privado, de tal modo que a información asimétrica derivada de diversificacións a través de entradas directas pode ser reducida a través do financiamento privado. Para subministradores públicos de fondos, a incerteza acerca do valor da diversificación realizada probablemente sexa máis alta para entradas directas debido ás asimetrías de información máis grandes. Esta forma de financiamento evita o feito de que investidores externos accedan a unha información patrimonial e máis extensiva, evitando que os competidores incrementen o acceso a ela, resolvéndose desta maneira o problema de infrainvestimento. Por todo iso, podemos afirmar que a diversificación a través dunha entrada directa no negocio é un indicador negativo da proporción de financiamento público utilizado. As empresas con produtos especulativos, con índices de crédito malos (pobres), ou cunha proporción máis alta de activos intanxibles é máis probable que acudan a fontes de financiamento privado (Emerick e White, 1992; Hertz e Smith, 1993) cun custo que é moito máis baixo có tipo de xuro excedente que a empresa tería que pagar por recursos públicos.

Chegados ata este punto, cabe dicir que todas estas dificultades ás que vimos facendo referencia (nivel de incerteza, existencia de activos específicos, etc.) poden ser parcialmente resoltas a través da selección correcta dos fondos de investimento (débeda ou capital propio). Tamén a información asimétrica entre a empresa e os subministradores potenciais leva a un problema de selección desfavorable. O custo financeiro, que resulta máis alto, pode ser reducido a través da selección apropiada de recursos. Así por exemplo, para o caso de empresas cun alto nivel de diversificación, o risco derivado do modo de entrada pode ser mitigado a través da selección dunha apropiada fonte de financiamento.

---

<sup>16</sup> Traballos pioneiros como o levado a cabo por Yip (1982) argumentan que a diversificación conexa está máis asociada á entrada directa, debido á redución de barreiras de entrada e a unha probabilidade máis baixa de adquirir activos non desexados (Chatterjee, 1990). Sen embargo, traballos empíricos posteriores non apoiaron esta hipótese. O estudo de Kochhar e Hitt (1998) atopa unha asociación significante, pero no sentido contrario achegado por eses primeiros estudos. Isto é, as entradas directas víanse favorecidas por diversificacións non-co-nexas e as adquisicións por entradas en negocios relacionados. A diversificación non-conexa está máis relacionada coa entrada directa nos negocios. Sen embargo, é unha cuestión que non parece quedar clara, necesitando da realización doutros estudos que sirvan para unha maior aclaración.

Como consecuencia de todo o anterior, podemos afirmar que a estrutura de capital dunha empresa depende en parte das características dos recursos da empresa, pola vía da súa estratexia de diversificación, pero á vez pode ser un condicionante das decisións futuras que poida tomar a empresa no tocante á súa estratexia de diversificación.

## 2.2. EMPRESAS PERTENCENTES A SECTORES CUNHA ESCASA DEPENDENCIA DO CICLO ECONÓMICO

Ó contrario do que ocorre no suposto anterior, as empresas pertencentes a sectores cunha escasa dependencia do ciclo económico soportan un nivel de risco externo débil.

Baixo a pauta de que é o activo o que ten que adecuarse ós riscos procedentes da contorna, resulta evidente que neste suposto a empresa poderá mostrar certos graos de ousadía no que toca ó dimensionamento do inmovilizado, por canto cabe esperar que a demanda exhiba un comportamento estable ( $\beta_I$  débil). Isto conducirá a unha estrutura empresarial desde a óptica económica fortemente integrada, altamente intensiva en capital e cunha gran capacidade de xeración de valor engadido no nivel interno; é dicir, a unha relación  $VA(CF)/V$  relativamente elevada, permitida pola débil  $\beta_I$  que os accionistas soportan.

De igual modo, a adecuación da estrutura financeira discorrerá por similares camiños, materializándose nunha *ratio* de apancamento ( $RA/RP_L$ ) superior á que por termo medio prevalece na economía.

Aínda que o nivel de apancamento financeiro que sobre o particular se estructure, baixo a asunción da existencia dun  $\beta_I$  débil, vai depender dos graos de ousadía ou de conservadorismo que previamente se seleccionara no que respecta ó dimensionamento e á articulación do activo. Así, se inicialmente se optou por un risco operativo superior á media existente no sector no que a empresa se desenvolve, asumindo o desenvolvemento dunhas instalacións fortemente integradas, aquela debe temperar relativamente a súa ousadía financeira a fin de que o risco global interno non resulte desmesurado. Consecuentemente, aínda que o seu apancamento financeiro sexa superior con respecto á media que existe na economía, sen embargo, e como consecuencia do dito anteriormente sobre esta compañía, ese apancamento terá que ser inferior á media que prevalece no sector no que opera.

Pola contra, se o apancamento operativo, aínda que alto, resulta inferior á media do seu sector, o seu apancamento financeiro poderá ser daquela máis elevado cá media do sector no que a empresa se desenvolve.

Centrándonos no ámbito da interrelación estratéxica competitiva e da estrutura financeira, o primeiro parámetro que hai que considerar no contexto do suposto que estamos analizando fai referencia ó feito de que a empresa se desenvolve nunha contorna que pode ser catalogada como de estable e de baixa incerteza ( $\beta_I$  débil) o que, segundo Hambrick (1983), resulta propicio para o desenvolvemento de estra-

textias de liderado en custos. Esta clase de estratexias caracterízase pola consecución e polo mantemento dunha posición de custos hexemónica e competitiva, requirindo para o seu acceso a existencia e a explotación dunha demanda voluminosa e estable capaz de asegurar elevadas cotas de participación no mercado e, por conseguinte, de facilita-la aparición e o desenvolvemento das pertinentes economías de escala e de experiencia, facendo estas posible unha apreciable redución dos correspondentes custos unitarios<sup>17</sup>.

Ademais, as estratexias de liderado en custos non esixen tan só a produción de cuantiosos volumes duns poucos artigos estandarizados, senón que requiren que a nivel interno se estableza unha xerencia eficiente dos recursos materiais e humanos que se manexan, recorrendo á utilización de procesos de automatización ríxida como mecanismo máis conveniente. Así mesmo, para a consecución do mínimo custo tamén necesitan unha continua mellora dos procesos de deseño, produción e comercialización<sup>18</sup>.

Agora ben, a fabricación competitiva a grande escala de produtos estandarizados e homoxéneos require na maior parte dos casos o desenvolvemento dunhas instalacións fortemente integradas, dando isto lugar a unha elevada presenza de gastos fixos desde o punto de vista operacional. Polo tanto, a dinámica desta estratexia xera elevadas necesidades de capital que dificilmente poderán ser afrontadas coa única achega dos accionistas.

A necesidade de medrar e de dimensionarse en termos pantagruélicos manifestada por unha gran parte das empresas que perseguen unha estratexia de liderado en custos explica en certa medida que estas recorran ó endebedamento, amais doutras moitas explicacións plausibles<sup>19</sup> a este respecto. Así, a estabilidade das contornas nas que se desenvolven e os fortes investimentos en activos fixos que acompañan

<sup>17</sup> A interrelación entre estratexia de liderado en custos, cota de mercado e efecto experiencia pode consultarse en Buzzell, Gale e Sultan (1975, pp. 97-106) e en Henderson (1979).

<sup>18</sup> A pesar do nacemento de novas técnicas de produción flexible (*Advanced Manufacturing Systems-AMS*), este tipo de fábricas baséanse en principios opostos á noción anterior de economías de escala. A produción flexible pretende reduci-las corridas de produción que son necesarias para que unha liña de produción sexa rendible, o que a converte nunha necesidade para moitas compañías manufactureiras debido a que as forzas do mercado están demandando ciclos de vida máis breves nos produtos, corridas de produción máis curtas e produtos dunha maior calidade. Ademais, permítelles ós industriais de ideas rápidas entrar con suavidade en segmentos totalmente novos e abandonalos con esa mesma suavidade se é preciso, a expensas dos produtores máis vellos e menos áxiles. Sen embargo, tal e como afirma Jaikumar (1987), a pesar de que eses sistemas de fabricación flexibles (*AMS – Sistemas de Manufacturación Avanzados–*) permiten fabricar calquera compoñente ou produto cunha calidade moi alta e a un custo case igual ó que só podía esperarse dunha fabricación en masa, incluso cun baixo volume de produción, a amortización dos investimentos realizados para a adquisición deses equipos esixe elevados niveis de actividade. Eses sistemas ofrécenlles comparativamente menores vantaxes ás empresas ensambladoras de produtos finais ca ás que operan nas etapas de fabricación de compoñentes e na elaboración de submontaxes. Por todo iso entendemos que a opción máis oportuna para aquela empresa que siga unha estratexia de liderado en custos é posuír sistemas de produción ríxidos altamente intensivos en capital, que lle permitan a produción de altos volumes ó menor custo.

Sobre o particular poden consultarse Hall (1982, pp. 79-91) ou White (1986, pp. 217-231).

<sup>19</sup> Como é obvio, as empresas que perseguen unha estratexia de liderado en custos vense catapultadas a medrar co obxecto de alcanzar e de manter unha posición competitiva preeminente. Neste sentido cómpre sinalar que o endebedamento propicia unha superior taxa de crecemento, contribuíndo directa e indirectamente á consecución de inferiores custos unitarios. Sobre o impacto do endebedamento na correspondente taxa máxima de crecemento sostible poden consultarse, Zakon (1976) ou Salas Fumás (1986, pp. 83-91).

tenden a incentivar unha maior ousadía financeira, por canto o risco externo é débil e as garantías reais nas instalacións que estas empresas lles ofrecen ós seus prestamistas son elevadas.

Jean Paul Sheppard (1994) sinala que para moitas empresas debilmente financiadas sería preferible unha estratexia de nicho ben formulada, resaltando a dificultade de levar a cabo ese tipo de estratexia debido á falta de expertos no grupo directivo para asesorar adecuadamente na formulación desa estratexia.

Finalmente, no que á contía do fondo de rotación se refire cómpre sinalar que, neste caso, ingresos e gastos presentan un comportamento potencial de evidente estabilidade.

Con respecto ós ingresos, resulta obvio que estes non se atopan intensamente mediatizados polo devir da evolución xeral da economía, o que contribuirá a unha diminución sensible da súa variabilidade e do correspondente grao de dispersión.

Por outra parte, no que atinxe a este apartado, cómpre salientar que, no contexto dunha cultura que busca con afán o mínimo custo, os gastos adoitan constituír precisamente a variable sobre a que se exerce un maior e máis férreo control. Ademais, a feble variabilidade da demanda facilita a estabilización da produción, o que permitirá coñecer por adiantado, con relativa aproximación e exigua dispersión, o valor medio dos gastos por este concepto. A iso contribúe o feito de que a estratexia en custos tende a fabricar un ou moi poucos produtos estandarizados homoxéneos, aplicando a ese mester concepcións de produción rixidas e altamente automatizadas, baixo o dominio ou a dirección dunha inflexible planificación dos recursos humanos e materiais manexados, e a utilización dunha tecnoloxía o suficientemente probada e consolidada<sup>20</sup>.

Por conseguinte, a previsión da evolución dos ingresos e dos gastos das empresas que seguen unha estratexia de liderado en custos é moito máis factible e fiable cás que instrumentan estratexias de diferenciación. Esa fiabilidade permite traballar con menores coberturas fronte a imprevistos en canto ó deseño, principalmente no que concirne ó fondo de rotación, determinante en gran medida da problemática da liquidez empresarial.

Razoablemente, no contexto dunha estratexia de liderado en custos a empresa obtén un mellor e máis preciso coñecemento dos seus ingresos potenciais e gastos concernentes, o que contribúe a reducir decisivamente a incerteza sobre a súa adecuada dimensión competitiva e, así mesmo, posibilita traballar con menores marxes de cobertura, implicando pois que resulte máis factible desenvolverse cunha menor folgura en termos de liquidez.

Polo tanto, constatamos cómo a interacción “estabilidade da contorna-estratexia de liderado en custos” conduce xeralmente a unha maior ousadía financeira no que á articulación da estrutura correspondente compete, así como á instrumentación de menores coberturas de liquidez para a práctica do día ó día. Ámbalas dúas

---

<sup>20</sup> Algunhas consideracións sobre a interacción da estratexia de liderado en custos, o comportamento da demanda e a estabilidade da tecnoloxía poden consultarse en Hayes e Wheelwright (1980, pp. 76-91).

consecuencias resultan congruentes coa filosofía de redución do custo do capital, aínda que, obviamente, incrementan o risco<sup>21</sup>. Non obstante, ese aumento resulta neste caso perfectamente asumible, dada a débil incerteza externa na que a empresa se desenvolve.

Agora ben, cómpre resaltar que o modelo de relacións exposto no que atinxe a estratexias competitivas, non é de xeral e automático cumprimento, existindo algunhas notables excepcións sobre o particular. A este respecto, Hambrick (1983) xustificou anos atrás cómo a estratexia de diferenciación baseada na calidade se desenvolve con frecuencia en contornas estables polas mesmas causas cás sinaladas para a estratexia de liderado en custos, aínda que matizadas por certas peculiaridades propias da diferenciación.

### 3. CONCLUSIÓNS

Á máis que aparente relación existente entre a estratexia competitiva e a estratexia financeira da empresa, e a consideración desta última como un instrumento eficaz de cara á consecución dunha ou de varias vantaxes competitivas, quixemos uni-la consideración do risco como factor condicionante da estratexia adoptada. A este respecto, cómpre sinala-lo papel secundario, sen que por iso lle neguemos a importancia que posúe, desempeñado pola estrutura de pasivo como fonte de vantaxes competitivas. Neste sentido, podemos afirmar, tal e como se desprende do noso traballo, que é a estrutura de activo a que desempeña un papel preponderante na adecuación da empresa á contorna, reservando para a estrutura financeira un rol secundario de adaptación dependendo a súa maior ou menor importancia do nivel previo de consistencia que se materializara para a pertinente estrutura do activo.

Así mesmo, e ó longo do presente estudio, tratamos de salienta e de argumentar, a través dunha revisión teórica da literatura existente, o carácter adaptativo da estrutura de capital ante a evolución económica xeral e o seu posicionamento como un irrefutable medio de cara á consecución dos obxectivos empresariais propostos pola organización.

Neste sentido, o traballo realizado, en función da distinción entre empresas fortemente dependentes do ciclo económico daquelas que non o son, permítenos afirmar que as posibles consecuencias negativas derivadas dos cambios externos poden ser parcialmente mitigadas por unha perfecta orquestración da estrutura de pasivo, acorde co modo de competir seleccionado pola organización, e orixe de importantes vantaxes competitivas duradeiras. Empresas fortemente dependentes do ciclo económico ostentan niveis de apancamento inferiores ós que presentan aquelas

---

<sup>21</sup> A utilización dun elevado apancamento financeiro pode xerar un inferior custo do capital, contribuíndo, por un lado, á consecución dunha posición hexemónica en custos e, por outro lado, facilitando as ampliacións de capacidade e a incorporación de tecnoloxía máis eficiente. A este respecto, consúltese, Bogue III e Buffa (1986, cap. 7).

compañías que, pola contra, manifestan unha maior estabilidade fronte ó comportamento da economía.

Estes resultados permítenos presenta-la estratexia de diferenciación como a opción estratéxica máis idónea para o primeiro grupo de empresas, dado o carácter minimizador do seu risco, fronte á estratexia de obtención de mínimo custo, a cal representa unha vía competitiva máis válida para aquelas compañías altamente estables ante cambios económicos na contorna.

## 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, (xaneiro), 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, (xullo), 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, (xaneiro-febreiro), 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.
- CHATTERJEE, 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, (xaneiro), 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 ma-

- niobra 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): “High Profit Strategies in Mature 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, Corporate 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 Takeovers”, *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): “Explaining Firm Capital Structure: The Role of Agency Theory vs. Transaction Cost Economics”, *Strategic Management 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, (año), 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): “Relatedness 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, (inverno), 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, (xullo), 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 e M.B. Goudzwaard [ed.]: *The Treasurer's Handbook*. Homewood, IL: Dow-Jones-Irwin.