

## ESTRUCTURA FINANCIERA Y CAPACIDAD COMPETITIVA

Guisado Tato, M.

### RESUME

Il s'agit ici de souligner le fait que la manipulation de la structure financière de l'entreprise entraîne une modification potentielle de la rentabilité que les actionnaires sont en mesure d'attendre, mais également, et dans les mêmes proportions, une altération dans les risques que ceux-ci assument.

On constate en général qu'un trop grand soutien financier détériore les marges de maniabilité de l'entreprise, entraîne un processus inflationniste aigu, diminue sa souplesse, limite sa liberté d'action et augmente ses risques.

expansión equilibrado a largo plazo, y sin crecimiento no existe, en la mayor parte de los casos, rentabilidad duradera, como consecuencia de que los rivales aprovecharán las oportunidades de crecimiento que el mercado les depara y terminarán por obtener y mantener algunas de las ventajas competitivas inherentes a una mayor dimensión empresarial, socavando y cercenando con ello la posición de rentabilidad y competencia originaria que la empresa detentaba. Consecuentemente, cabe señalar que existen unas específicas combinaciones de rentabilidad y crecimiento que tienden a reforzar la capacidad competitiva de la empresa, en tanto que otras la deterioran. Ahora bien, no todas las combinaciones que a priori contribuyen a apuntalar la posición competitiva de la empresa resultan sostenibles a medio y largo plazo, debido al riesgo que las mismas entrañan. Dicho de otro modo, no se puede alcanzar a cualquier precio una rentabilidad y crecimiento excepcionales, so pena de perder el control de la evolución empresarial o de asistir inermes a su liquidación. El riesgo, pues, constituye la tercera variable clave del acontecer empresarial. En lo que sigue, trataremos de aproximarnos, muy brevemente, sobre la interacción mutua de la estructura financiera y las tres mencionadas variables, además de considerar también la problemática de la inflación, analizando de este modo su contribución a la capacidad competitiva de la empresa. Las consideraciones serán extraídas, básicamente, de las siguientes formulaciones:

$$r_L = r_U + (1 - T) \frac{D}{S_L} (r_U - r_D) \quad [1]$$

### 1. INTRODUCCIÓN

Rentabilidad y crecimiento constituyen dos de las variables claves sobre las que mayor control y seguimiento se ejerce<sup>1</sup>; ello origina que las mismas se erijan en dos de los pilares fundamentales del edificio empresarial. Ambas, asimismo, presentan un carácter mutuamente dependiente, ya que sin una razonable base de rentabilidad no es posible sostener un ritmo de

$$\beta_L = \beta_U + (1 - T) \frac{D}{S_L} (\beta_U - \beta_D) \quad [2]$$

$$G = r_U \cdot p + (1 - T) \frac{D}{S_L} (r_U - r_D) \cdot p \quad [3]$$

donde:

$r_L$  = Rentabilidad esperada de los accionistas bajo el supuesto de que la empresa se financia parcialmente con un determinado nivel de deuda.

$r_U$  = Rentabilidad esperada de los accionistas bajo el supuesto de que la empresa se financia íntegramente con capital propio.

$D$  = Valor de mercado de la deuda asumida por la empresa.

$S_L$  = Valor de mercado del capital propio bajo la asunción de una financiación parcial con un determinado nivel de deuda.

$r_D$  = Tipo de interés de mercado esperado de la deuda.

$\beta_L$  = Beta del capital propio de una empresa financiada con un determinado nivel de deuda, mediante la cual se evalúa el nivel de riesgo de mercado del mencionado capital propio.

$\beta_U$  = Beta del activo de la empresa, mediante la cual se evalúa el correspondiente nivel de riesgo económico<sup>2</sup>. Lógicamente, también representa el riesgo de mercado de las acciones si la empresa se asume financiada íntegramente con capital propio.

$\beta_D$  = Beta de la deuda, a través de la cual se evalúa el grado de riesgo de mercado de la misma.

$G$  = Tasa de crecimiento sostenido, procedente del proceso de autofinanciación.

$p$  = Tasa de retención de beneficios.

La expresión [1] constituye la famosa proposi-

ción II de MM, convenientemente ajustada por la existencia de impuestos<sup>3</sup>. La misma nos señala que la rentabilidad esperada por los accionistas de una empresa financiada parcialmente con deuda será igual a la rentabilidad que se espera que generen sus activos (rentabilidad de los accionistas supuesta una financiación íntegra con capital propio) más un determinado premio por endeudamiento, premio que aumentará en la medida en que lo haga el nivel de deuda asumido y en tanto  $r_U > r_D$ .

La expresión [2] define la relación existente entre el riesgo del capital propio de una empresa financiada parcialmente con deuda y el de los activos y el de la propia deuda. Dicha relación constituye la comúnmente denominada contribución de Bierman-Oldfield<sup>4</sup>.

Comparando las expresiones [1] y [2] se constata el perfecto paralelismo que existe entre ambas, de modo que todo incremento de rentabilidad generado por un aumento de la deuda es contrarrestado por idéntico incremento de riesgo.

Finalmente, la expresión [3] nos indica que la capacidad de la empresa para sostener un ritmo de crecimiento equilibrado depende, entre otras causas, de la rentabilidad de sus activos y del nivel de endeudamiento utilizado en la financiación de su expansión<sup>5</sup>.

## 2. ESTRUCTURA FINANCIERA Y CAPACIDAD COMPETITIVA

Diversas y variopintas son las variables que afectan a la capacidad competitiva de las empresas, entre las que cumple destacar el modo como las mismas se estructuran para controlar el riesgo procedente del exterior.

En lo que al riesgo externo atañe cumple señalar que existen empresas que se encuentran sometidas a bajos niveles de competencia, por lo que resulta sumamente sencillo predecir, con escaso margen de error, el montante futuro de sus ingresos. Se dice, entonces, que las mismas soportan un riesgo externo débil.

Otras, sin embargo, se encuentran atrapadas por los vaivenes de una encarnizada competencia, fruto de su pertenencia a sectores con débiles barreras de entrada y con características

estructurales que dificultan la hegemonía de unos pocos y, con ello, el atenuamiento de los comportamientos agresivos de la mayoría. Asimismo, en no pocos casos, dichos sectores suelen exhibir una fuerte dependencia de los avatares del ciclo económico. Todo ello origina una patente variabilidad de los ingresos, dificultando la correcta predicción de los mismos. En este caso, no cabe duda alguna que el riesgo externo que soportan estas empresas es elevado.

Por consiguiente, resulta obvio que las empresas deben estructurarse, racional y adecuadamente, para enfrentarse a los retos que sus entornos específicos generan, de modo que los efectos no deseados de los mismos resulten relativamente controlables a nivel interno y no menoscaben su capacidad competitiva.

En el anterior sentido, cabe señalar que el conservadurismo o la osadía a la hora de articular la estructura financiera impacta, a nivel interno, en un proceso neutral o incremental, respectivamente, del correspondiente riesgo procedente del exterior.

Luego, la capacidad competitiva de la empresa se encuentra en cierto modo mediatizada por la elección de la pertinente estructura financiera. Analicemos, pues, someramente, la mencionada dependencia.

## 2.1. EVOLUCIÓN DE LA DEMANDA Y CRECIMIENTO

Las empresas con una estructura financiera fuertemente dependiente de la deuda (elevado apalancamiento financiero) se encuentran en peores condiciones para resistir los avatares de una eventual recesión de la demanda, por cuanto de su pasivo proceden una serie de gastos de naturaleza fija a los cuales hay que hacer frente en fechas predeterminadas y contractualmente pactadas, independientemente de si la evolución del negocio garantiza una generación interna de cash flow suficiente para ello. Resulta obvio que la presencia de los mencionados gastos incrementa notablemente el denominado riesgo de insolvencia de las citadas empresas.

Por el contrario, en una situación expansiva la dinámica de explotación tiende a cubrir rápidamente dichos gastos fijos, lo que da lugar a un notable crecimiento de la rentabilidad esperada por los accionistas en tal coyuntura.

Por otra parte, en el contexto de una dinámica de crecimiento económico sostenido las empresas que tienden a financiarse con un capital propio relativamente superior, en comparación a la media sectorial correspondiente, pueden llegar a caer en una situación de recalentamiento, ya que la capacidad interna de generación de beneficios puede resultar manifiestamente insuficiente para alimentar una tasa de crecimiento empresarial igual o mayor a la pertinente tasa de crecimiento de la demanda. Luego, la insuficiencia de recursos financieros puede yugular las posibilidades de crecimiento que una dinámica expansiva sostenida genera, provocando con ello una caída de la participación relativa de dichas empresas en el mercado<sup>6</sup>.

Sin embargo, aquellas empresas que recurren a un mayor apalancamiento financiero, sin sobrepasar determinados límites, tienen mayor facilidad para seguir los tirones de la demanda, y con ello deslizarse por una senda de mayor crecimiento cara al aprovechamiento de las oportunidades que una situación de estas características siempre depara. En la medida en que la referida política tenga éxito, dicha empresa sienta las bases para generar en torno a ella mayor confianza y, en un proceso de interacción dinámica, facilita la captación de nuevos recursos financieros, propios y ajenos, que le permitirán alimentar una mayor tasa de crecimiento que sus rivales y, por consiguiente, la ocupación estratégica de una más amplia parcela del mercado.

Así, pues, una política de endeudamiento razonable permite aprovechar mejor las oportunidades inherentes a los ciclos expansivos de la economía, aunque por contrapartida puede erigirse en una verdadera "espada de damocles" en una situación recesiva sostenida.

## 2.2. INFLACIÓN

En el marco de una estructura financiera sesgada hacia la financiación con capital propio los gastos por intereses tienen poca significación relativa. En tésitura tal, un proceso inflacionario agudo presenta escasa incidencia sobre esta clase de gastos, por lo que las empresas que detentan una estructura de esta naturaleza encuentran en la misma un buen resguardo frente a la inflación.

Ahora bien, cuando el peso de la deuda es relevante, resulta evidente que el beneficio neto de la empresa dependerá fuertemente de la evolución de los correspondientes gastos financieros, los cuales tienden a incrementarse de modo significativo en un contexto inflacionario. Consecuentemente, en una situación como la descrita no cabe duda alguna que  $(r_U - r_D)$  tiende a reducirse, e incluso a tornarse negativo, lo que predetermina una reducción drástica de la rentabilidad esperada de los accionistas, según la expresión [1].

En semejante situación, puede ocurrir que los dirigentes de estas empresas tengan dificultades para seguir ahondando en el análisis de los parámetros básicos de sus respectivos negocios, al tener que canalizar la mayor parte de sus energías a la problemática financiera del día a día y quedar agobiados y esterilizados por las continuas tensiones generadas por la falta de liquidez. Es decir, una estructura financiera demasiado lastrada por la deuda no sólo incrementa el riesgo de insolvencia, sino que, en un contexto inflacionario, puede llegar a cercenar los márgenes de maniobrabilidad de otras áreas funcionales, provocando con ello una caída de  $r_U$  y, por consiguiente, una mayor reducción de  $r_L$  de la que se derivaría de los consiguientes efectos directos de la inflación sobre los gastos financieros<sup>7</sup>.

### 2.3. FLEXIBILIDAD

Un alto apalancamiento operativo presupone la existencia de una estructura empresarial fuertemente integrada, con elevada capacidad interna para generar valor añadido y, asimismo, altamente intensiva en capital. La flexibilidad operativa en estas condiciones es baja y las posibilidades de cambio hacia una estructura menos rígida ciertamente difíciles.

Asimismo, un elevado apalancamiento financiero supone también la asunción de una menor flexibilidad, ya que la empresa ve mediatizada su libertad de acción al encontrarse abocada a la devolución y remuneración de un principal en unas condiciones fijas y predeterminadas. No obstante, las posibilidades de modificar su estructura financiera son muy amplias, por cuanto su manipulación no incide directamente sobre la capacidad de la empresa en lo

que concierne a su actividad comercial y productiva, cuestiones ambas directamente afectadas, sin embargo, por el correspondiente apalancamiento operativo. Es decir, generalmente, el paso de una estructura operativa altamente apalancada a otra de menor apalancamiento siempre resulta difícil y traumático, afectando decisivamente al entrocamiento de la empresa con su entorno y al devenir de su futuro inmediato. Por el contrario, la manipulación financiera no necesariamente afecta a la capacidad competitiva directa de la empresa y, además, su modificación apenas consume tiempo alguno.

Ahora bien, normalmente la empresa fuertemente apalancada disfruta de menores márgenes de libertad a la hora de definir y diseñar sus correspondientes políticas funcionales, ya que los obligacionistas, generalmente, condicionan el mantenimiento de su financiación a la observancia por parte de aquella de determinados límites que no pueden ser transgredidos. De este modo, los obligacionistas tienden a fijar acotaciones en los correspondientes contratos de endeudamiento, mediatizando sobre el particular las políticas de financiación, dividendos, producción, inversión, etc. que la empresa potencialmente pudiera emprender<sup>8</sup>.

### 2.4. RENTABILIDAD

La capacidad del activo de la empresa para generar rentabilidad viene definida por la tasa  $r_U$ , ya que la misma es el resultado de una financiación íntegra con capital propio, la única que asegura una clara identidad entre la propiedad económica y la correspondiente propiedad legal del activo referenciado.

Ahora bien, cuando la empresa se financia parcialmente con deuda la rentabilidad del capital propio pasa a ser  $r_L$ , la cual suele ser superior a  $r_U$ . Para que tal incremento tenga lugar es necesario que la remuneración exigida sobre la deuda ( $r_D$ ) sea inferior a la capacidad que manifiesta el activo de la empresa para generar rentabilidad ( $r_U$ ).

Luego, el apalancamiento financiero tiende a incrementar la rentabilidad de los accionistas, lo que lo convierte en una poderosa herramienta en el marco de entornos económicos de inflación reducida y estable<sup>9</sup>.

Por supuesto, en el contexto de un proceso

de caída de la actividad económica, la cual tiende a reducir  $r_U$ , acompañada de inflación, lo que provoca un incremento de  $r_D$ , es probable que el premio por riesgo,  $(1-T) \cdot D/S_L \cdot (r_U - r_D)$ , se torne negativo, lo que origina una reducción de la rentabilidad esperada de los accionistas y una plausible materialización del riesgo de insolvencia, principalmente en las empresas fuertemente endeudadas. En coyuntura tal, las empresas necesitan desplegar toda su imaginación y buen hacer para impedir que la reducción generalizada de la demanda les perjudique de modo decisivo, ya que la reducción cuantitativa de la misma provocará un enconamiento de la competencia, alcanzando una posición hegemónica únicamente aquellas empresas que logren una menor afectación negativa sobre  $r_U$ . Sin embargo, las empresas que se encuentran fuertemente endeudadas deben atender también, de modo prioritario, las dificultades que emergen de su pasivo, lo que puede distraer recursos y energías en esta dirección y en detrimento de los parámetros que mediatizan las raíces básicas de todo negocio y que, al fin a la postre, determinan  $r_U$ . Un contexto inflacionario y un elevado apalancamiento financiero pueden, pues, devenir en un serio peligro cuando la empresa está llamada a replantearse su estrategia competitiva.

### 2.5. RIESGO

En función de la lectura que se extrae de la expresión [2], resulta obvio que el endeudamiento conlleva, a su vez, la asunción de mayores niveles de riesgo, ya que la empresa debe estar en condiciones de devolver los principales contraídos en sus respectivos momentos de maduración así como llevar a cabo su remuneración en los términos contractualmente pactados. Si por las razones que fueren tuviere lugar una importante reducción de los beneficios de la empresa, la misma puede encontrarse en dificultades bajo el manto de una estructura con elevado endeudamiento, situación que no ocurriría bajo el prisma de una financiación íntegra con capital propio<sup>10</sup>. Sin embargo, ello no obsta para que en algunos casos la existencia de un elevado apalancamiento financiero se haya convertido en el acicate de una elevada agresividad comercial y tecnológica, capaces ambas, correlativamente, de ampliar la generación interna de beneficios

mediante un incremento de los ingresos y una reducción de los costes<sup>11</sup>. En estos casos, la asunción de un elevado riesgo financiero puede conducir a la empresa a deambular por itinerarios de liquidez de extrema dificultad, lo que la convierte, necesariamente, aún en más osada, en aras de asegurar su propia supervivencia. Es decir, la posición de estas empresas no resulta normalmente cómoda y, con frecuencia, se ven abocadas a mayores dosis de agresividad, en muy diversos campos, para sobrevivir, lo que las convierte en competitivamente osadas y peligrosas. Por supuesto, analizando la otra cara de la moneda, en las condiciones citadas son muchas más las empresas que fracasan que las que triunfan, bien porque el excesivo endeudamiento se convierte en una losa tal que anula las capacidades respectivas de respuesta que competen a otras áreas funcionales, provocando un repliegue de las energías de estas empresas sobre la problemática financiera, bien porque las vicisitudes del mercado conducen a una efectiva materialización del riesgo financiero en el que las mismas se desenvuelven.

### 3. CONSIDERACIONES FINALES

A lo largo de las páginas que anteceden hemos tratado de resaltar como la manipulación de la estructura financiera de la empresa conlleva una potencial modificación de la rentabilidad que los accionistas pueden esperar, pero también, en idéntica proporción, una alteración del riesgo que los mismos asumen.

En general, hemos constatado como un mayor apalancamiento financiero deteriora los márgenes de maniobrabilidad de la empresa incurra en un proceso inflacionario agudo, menoscaba su flexibilidad, coarta su libertad de acción e incrementa su riesgo. Por contrapartida, dicho apalancamiento permite esperar una mayor rentabilidad y facilita el aprovechamiento de las oportunidades existentes en un mercado en expansión y con un nivel inflacionario reducido y controlado.

#### NOTAS

1. Hax, Arnoldo C. y Majluf, Nicolas S., "Strategic Management". Prentice-Hall, Inc., Englewood

- Cliffs, New Jersey, 1984, Pág. 233.
2. Brealey, Richard y Myers, Stewart, "Fundamentos de Financiación Empresarial". McGraw-Hill, Segunda Edición, 1988, Pág. 196.
  3. Modigliani, F. y Miller, M.H., "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment". American Economic Review, Vol. 48, Número 3, Junio, 1958, Págs. 261-297.
  4. Bierman, H. y Oldfield, G., "Corporate Debt and Corporate Taxes". Journal of Finance, Septiembre, 1979, Págs. 951-956.
  5. La tasa de crecimiento sostenido que se expone ha sido obtenida a partir de la expresión [1] y de la concepción de Zakon sobre el máximo crecimiento que la empresa está en condiciones de sostener a partir del proceso de autofinanciación. Al respecto, consúltese, Zakon, Alan J., "Capital Structure Optimization", en Weston, J. F. y Goudzwaard, M.B. (Editores), "The Treasurer's Handbook". Dow Jones-Irwin, Homewood, IL, 1976.
  6. Sallenave, Jean-Paul, "Gerencia y Planeación Estratégica". Editorial Norma, Bogotá (Colombia), Pág. 94.
  7. Cumple señalar que, sin embargo, la respuesta de muchas de las grandes empresas japonesas, en los inicios mismos de la crisis, fue exactamente la contraria, de ahí su éxito. Dado que dichas empresas exhibían una débil palanca operacional (lo que implicaba la obtención de una baja  $r_D$ ) y una fuerte palanca financiera, la crisis económica de los inicios de los años setenta venía a suponer un ataque directo a sus propias raíces de supervivencia, ya que la elevada inflación existente presionaba al alza sobre  $r_D$ , y la consiguiente recesión de acompañamiento erosionaba, aún más,  $r_D$ . La rentabilidad de los accionistas, en tales circunstancias, amenazaba con derrumbarse dramáticamente. No obstante, estas empresas lejos de replegarse sobre sí mismas y centrar sus energías, de modo directo, en la resolución de su problemática financiera, fueron más allá. Su respuesta consistió en manifestar una fuerte agresividad comercial a nivel mundial, tratando de impedir una caída de sus ingresos de explotación, y, asimismo, en buscar de modo fehaciente una permanente mejora de la productividad, medidas ambas tendentes a tratar de mantener o incrementar  $r_U$ . Simultáneamente, todo el tejido económico-financiero se implicó en una lucha sin cuartel contra la inflación, por cuanto el control de la misma constituía uno de los pilares básicos de su supervivencia, dados los niveles de endeudamiento en el que se desenvuelven, generalmente, las empresas japonesas. En definitiva, la lucha contra la inflación, la mejora de la productividad y el incremento de las ventas a nivel mundial constituyó la clara respuesta que protagonizaron las empresas japonesas frente a la reciente crisis económica.
  8. Brealey, Richard y Myers, Stewart, "Fundamentos de Financiación Empresarial". McGraw-Hill, Segunda Edición, 1988, Pág. 444.
  9. Precisamente, desde una perspectiva generalista cumple reseñar, una vez más, que las empresas japonesas se encuentran relativamente más endeudadas que la mayor parte de las del mundo occidental, situación que les obliga a manejarse con una inflación reducida y estable, cara a garantizar la supervivencia de las mismas. Luego, si la problemática inflacionaria resulta crucial para el desarrollo de cualquier economía, en el caso japonés leves alteraciones al alza de la misma pueden afectar de modo decisivo a su grado de competitividad y correspondiente supervivencia.
  10. Un diseño de la metodología analítica bajo la cual se puede analizar la interacción entre estrategia y riesgo puede consultarse en Bueno Campos, Eduardo, "Dirección Estratégica de la Empresa. Metodología, Técnicas y Casos". Ediciones Pirámide, 1987, Cap. 7.
  11. A nivel general, las empresas japonesas no solo exhiben uno de los apalancamientos más elevados del mundo occidental, sino que también soportan un volumen relativamente mayor de deuda de corto plazo. Lógicamente, de dicha situación se infiere un tipo de interés medio inferior, ya que en el contexto de una adecuada estabilidad de las condiciones económico-financieras la deuda de largo plazo es remunerada a mayor tipo que la de corto, debido al mayor riesgo que asume el obligacionista. Ahora bien, una estructura de la deuda como la mencionada obliga a las empresas que la soportan a una permanente demostración de su capacidad generadora de cash flow, ya que sus necesidades de refinanciación se manifiestan también de modo continuo. Es decir, estas empresas se encuentran fuertemente presionadas hacia la consecución de unos resultados que el sistema financiero evalúe como suficientes, ya que de ello depende, en gran medida, la eventual refinanciación de la deuda que madura. La necesidad de superar una situación de examen permanente ha impelido a estas empresas a la conquista de una mayor cuota de mercado, lo

cual exige para su consecución un dominio previo sobre los costes. Dicho dominio, a su vez, es el resultado de una fuerte y decidida innovación tecnológica, alternativa estratégica capaz de asegurar un notable incremento de la productividad y de la correspondiente rentabilidad. Luego, en el marco de una situación económica internacional inestable y con exceso de oferta, dos de las peculiaridades que caracterizaron la precedente crisis económica, una parte de las empresas japonesas se vieron catapultadas, cara a garantizar su propia supervivencia, a la asunción de una creciente innovación tecnológica, una de las pocas alternativas que puede coadyuvar con éxito a sobrellevar una estructura financiera como la reseñada.

#### BIBLIOGRAFÍA

- BIERMAN, H.; OLDFIELD, G. (1979). Corporate Debt and Corporate Taxes. *Journal of Finance*, Septiembre, pp. 951-956.
- BREALEY, R.; MYERS, S. (1988). *Fundamentos de Financiación Emresarial*". McGraw-Hill, 2ª ed.
- BUENO CAMPOS, E. (1987). *Dirección Estratégica de la Empresa. Metodología, Técnicas y Casos*. Ediciones Pirámide
- HAX, A.C.; MAJLUF, N.S. (1984). *Strategic Management*. New Jersey: Prentice-Hall, Inc., Englewood Cliffs.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M.H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, Vol. 48, N° 3, Junio, pp. 261-297.
- SALLENAVE, J.P. *Gerencia y Planeación Estratégica*. Bogotá (Colombia): Editorial Norma.
- ZAKON, A.J. (1976). Capital Structure Optimization, en Weston, J. F. y Goudzwaard, M. B. [ed.] *The Treasurer's Handbook*. Homewood, IL: - Dow Jones-Irwin.