

RELACIÓN ENTRE LAS ESTRATEGIAS CORPORATIVAS DE CRECIMIENTO Y FINANCIAMIENTO DE LOS GRUPOS ECONÓMICOS EN CHILE*

Alex Medina Giacomozzi^{**}
Cecilia Gallegos Muñoz^{***}
Evelyn Sepúlveda Labra^{****}
Sebastián Rojas Caridi^{*****}

* Este artículo es resultado de una investigación en estrategias corporativas de empresas chilenas, que comenzó en el 2008 y continúa ejecutándose, gracias a la financiación de la Facultad de Ciencias Empresariales, Universidad del Bío-Bío, Chile. El artículo se recibió el 22-01-2010 y se aprobó el 19-11-2010.

** Doctor en Finanzas y Contabilidad, Universidad de Zaragoza, Zaragoza, España, 2005; Magister en Administración y Dirección de Empresas, Universidad de Santiago, Santiago, Chile, 1995; Contador auditor, Universidad de Concepción, Chile, 1981. Profesor asociado, Facultad de Ciencias Empresariales, Departamento Gestión Empresarial, Universidad del Bío-Bío, Chillán, Chile. Miembro del Grupo de investigación en Estrategia Empresarial, Casilla 447, Chillán, Chile. Correo electrónico: alex@ubiobio.cl.

*** Magister en Auditoría y Contabilidad, Universidad Diego Portales, Santiago, Chile, 2001; Contador auditor, Universidad del Bío-Bío, Chillán, Chile, 1989. Profesora asistente, Facultad de Ciencias Empresariales, Departamento Gestión Empresarial, Universidad del Bío-Bío, Chillán, Chile. Miembro del Grupo de Investigación en Estrategia Empresarial, Casilla 447, Chillán, Chile. Correo electrónico: cecilia@ubiobio.cl.

**** Ingeniero comercial, Universidad del Bío-Bío, Chillán, Chile, 2009. Ayudante investigación, Facultad de Ciencias Empresariales, Departamento de Gestión Empresarial, Universidad del Bío-Bío, Chillán, Chile. Miembro del Grupo de Investigación en Estrategia Empresarial, Casilla 447, Chillán, Chile. Correo electrónico: eve.sepulveda@gmail.com.

***** Ingeniero comercial, Universidad del Bío-Bío, Chillán, Chile, 2009. Ayudante investigación, Facultad de Ciencias Empresariales, Departamento Gestión Empresarial, Universidad del Bío-Bío, Chillán, Chile. Miembro del Grupo de Investigación en Estrategia Empresarial, Casilla 447, Chillán, Chile. Correo electrónico: srojas@ubiobio.cl.

Relación entre las estrategias corporativas de crecimiento y financiamiento de los grupos económicos en Chile

RESUMEN

El fin de toda actividad económica realizada por las empresas y los grupos económicos, en particular, es satisfacer necesidades en un mercado que busca incrementar su valor económico, por lo que las decisiones sobre las estrategias de crecimiento y de financiamiento les son fundamentales. Al centrar el interés en los grupos económicos se analiza cuáles son las decisiones de crecimiento de mercado y financiamiento utilizadas por estos grupos como estrategias fundamentales para su desarrollo corporativo. La metodología consideró el total de grupos económicos registrados en la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile y, mediante muestreo aleatorio simple, con selección al azar, se obtuvo una muestra representativa de 42 grupos. Según los resultados, una cantidad significativa de estos desarrolla una estrategia de portafolio concentrado y una estrategia de financiamiento conservadora. A futuro se espera seguir avanzando en el efecto de estas estrategias en el rendimiento y rentabilidad de los grupos económicos.

Palabras clave:

Concentración, diversificación, conglomerado, portafolio corporativo, financiamiento apalancado, financiamiento conservador.

Relation between Corporate Growth Strategies and Financing Strategies in Economic Groups in Chile

ABSTRACT

The aim of every economic activity that companies and, in particular, economic groups carry out is to satisfy market needs, seeking to increase economic value; therefore, their decisions regarding growth strategies and financing strategies are essential. Focusing their interest in economic groups, the authors analyze what market growth and financing decisions those groups use as fundamental strategies for their corporate development. The methodology considered the total number of economic groups registered in the Chilean Superintendence of Securities and Insurance and, using a simple random sample, a representative sample of 42 groups was obtained. According to the results, a significant number of the groups employ a concentrated portfolio strategy and a conservative financing strategy. In future research the authors expect to advance further in the effect of such strategies on economic group yield and profitability.

Key words:

Concentration, diversification, conglomerate, corporate portfolio, geared financing, conservative financing.

Relação entre as estratégias corporativas de crescimento e financiamento dos grupos econômicos no Chile

RESUMO

O objetivo de toda atividade econômica realizada pelas empresas e grupos econômicos, em particular, é satisfazer necessidades em um mercado que procura aumentar seu valor econômico, por isso as decisões sobre estratégias de crescimento e de financiamento são fundamentais. Ao centrar o interesse nos grupos econômicos se analisam quais são as decisões de crescimento de mercado e financiamento utilizadas por estes grupos como estratégias fundamentais para seu desenvolvimento corporativo. A metodologia considerou o total de grupos econômicos registrados na Superintendência de Valores e Seguros do Chile e, mediante amostragem aleatória simples, com seleção ao acaso, se obteve uma amostra representativa de 42 grupos. De acordo com os resultados, uma quantidade significativa destes desenvolve uma estratégia de portfólio concentrado e uma estratégia de financiamento conservadora. No futuro espera-se continuar avançando no efeito destas estratégias no rendimento e rentabilidade dos grupos econômicos.

Palavras chave:

Concentração, diversificação, conglomerado, portfólio corporativo, financiamento alavancado, financiamento conservador.

1. Decisiones corporativas de los grupos económicos

Los grupos económicos son la estructura corporativa de mayor importancia económica en Chile, donde se calcula que aproximadamente un 92% del total de activos no financieros registrados en la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) corresponde a estos grupos (SVS, 2008), aspecto que también es corroborado por Lefort (2003).

Si bien existen variadas definiciones de grupo económico¹, ya sea desde un punto de vista social, económico, político, entre otros, en este artículo se entiende que un grupo económico es un conjunto de empresas jurídicamente independientes, cuya propiedad está interrelacionada y que responde a un controlador, quien determina la orientación de todas y cada una de las compañías del grupo.

Este conjunto de empresas, unidas por redes de propiedad, cuya finalidad es incrementar el valor económico del grupo, puede hacerlo mediante su participación en uno o más sectores industriales, ya sea, por un lado, para diversificar su cartera (disminuir su riesgo) o, por el otro, para integrar su actividad productiva, tratando de manejar la mayor cantidad de etapas de sus procesos productivos o de servicios, lo que implica asumir decisiones estratégicas corporativas.

Considerando las diversas decisiones estratégicas que se pueden adoptar, tal como se

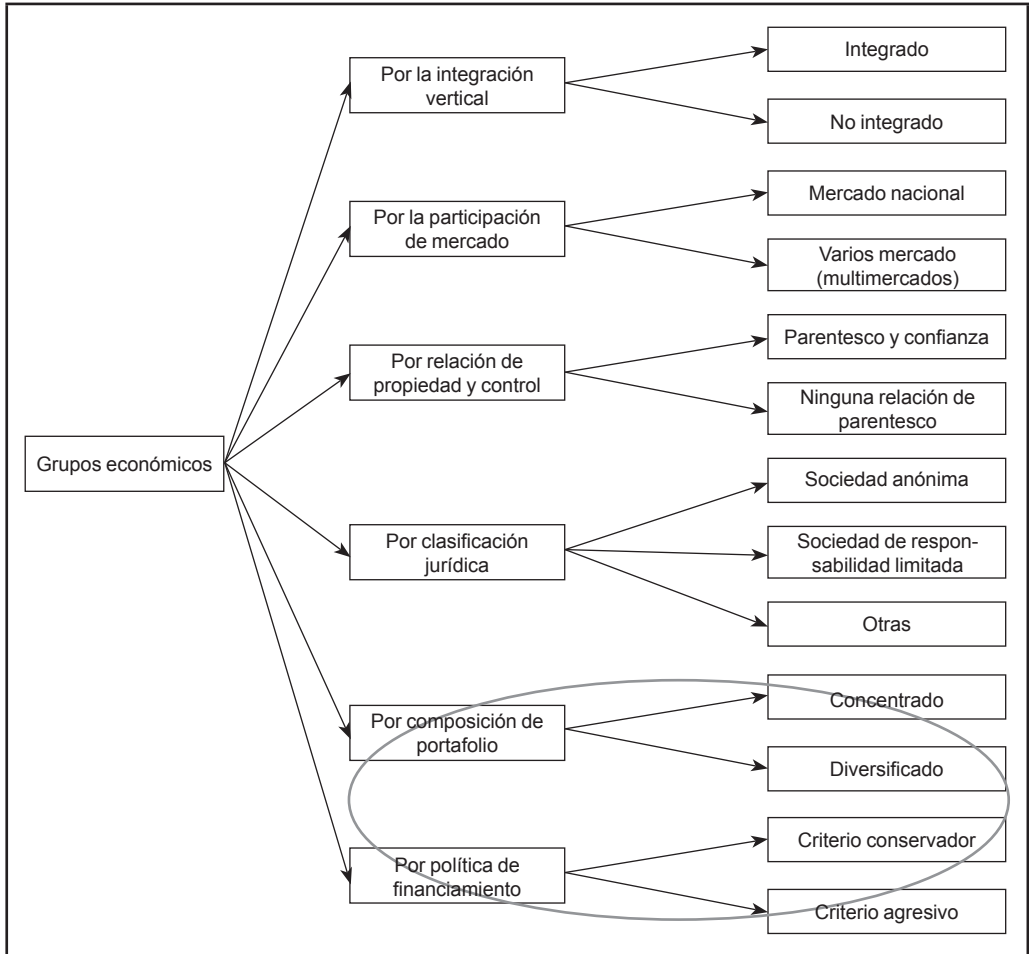
muestra en el Gráfico 1, se destacan dos de ellas: la estrategia de portafolio y la estrategia de financiación, donde la composición de portafolio o estrategia de crecimiento implica la decisión del grupo económico sobre en cuáles negocios desea invertir y, por lo tanto, la financiación requerida para ello, es decir, la estrategia de financiamiento. En esta estrategia de crecimiento se dan dos tipos de portafolio, concentrado o diversificado. Los grupos económicos con portafolios concentrados enfocan todos sus negocios en un sector industrial determinado y especializan todos sus recursos (físicos e intelectuales) en abarcar de la mejor manera dicho mercado (Medina, Sepúlveda y Rojas, 2009). Esta concentración permite al grupo centrarse en un sector conocido, que permite la especialización de sus recursos y disminuye sus costos relacionados con el conocimiento y la experiencia en su mercado objetivo.

En este sentido, el concentrarse en un solo sector industrial puede implicar que la entidad desarrolle solamente una actividad dentro del sector, lo que se denomina *estrategia de especialista* o, en su defecto, realizar varias actividades dentro de la cadena de valor del sector industrial. Ello envuelve una estrategia integrada (tanto hacia atrás, hacia delante o en ambos sentidos).

Por otro lado, se denominan *grupos de portafolio diversificado* cuando tienen una distribución amplia de sus negocios, con presencia en varios y diferentes sectores industriales. Esta diversificación de portafolio les permite a los grupos minimizar riesgos, así como abarcar más cantidad de mercados, ya sean locales o internacionales (Hill y Jones, 2005).

¹ En la definición sobre grupos económicos, entre otros autores, se puede citar a Sanfuentes (1984), Fernández (2001), Fuentes (1998), Pérez (1998), Dahse (1979), Leff (1978) y Paredes y Sánchez (1996).

Gráfico 1
Decisiones estratégicas de los grupos económicos



Fuente: tomado de Medina, Sepúlveda y Rojas (2009).

Esta diversificación puede ser relacionada o no relacionada. La primera se da cuando los negocios están en sectores distintos, pero que poseen algún grado de relación, ya sea en el mercado, en el proceso, en el abastecimiento o en otra actividad dentro de la cadena de valor. La estrategia de diversificación no relacionada o estrategia de conglomerado es

cuando los negocios que se poseen son muy diferentes unos de otros y ningún aspecto entre ellos se complementa.

Todo desarrollo de negocios, ya sea concentrado o diversificado, implica recursos y actividades, ya sea realizadas por la propia empresa (*internalización*) o por terceros (*ex-*

ternalización); por lo que la dirección deberá determinar su combinación más adecuada, a fin de maximizar el valor económico de la empresa (Tarziján, 2003).

Este punto es crucial en todo grupo económico, pues a partir de sus negocios se explica la razón de ser de la organización. Cada negocio responde a un interés de mercado que la empresa debiera saber capturar y traducir en una ventaja competitiva que le lleve a un crecimiento en sus ventas y que, a su vez, implique un aumento del beneficio de la operación antes de intereses e impuestos (BAIT). De esta forma, se estarán sentando las bases para incrementar su flujo de efectivo y, por lo tanto, su valor económico, tal como lo plantean Copeland, Koller y Murrin (2004).

Esta combinación de recursos puede llevar a requerir nuevas inversiones para sus negocios; por ende, es fundamental establecer su monto y momento, ya que toda inversión adicional debería conllevar necesariamente un incremento en el potencial de venta de los negocios, a fin de alcanzar un aumento sostenido en el rendimiento de estas inversiones.

Complementariamente a lo anterior, toda inversión necesita financiamiento, por lo que un exceso de inversión le implicará a la empresa asumir un costo de financiamiento innecesario y un efecto negativo en la capacidad de crear valor económico. Tal como se ha indicado, todo negocio requiere inversión, y esta, financiamiento; por lo tanto, es una decisión fundamental la fuente de financiamiento, pues esto involucra un costo de financiamiento asociado que se debe cubrir con los resultados obtenidos de la operación.

Esta estructura de financiación puede ser conservadora (Gitman, 2003) o apalancada. La primera puede darse por medio de capitalización de utilidades o aumento de capital y la segunda puede ser vía endeudamiento de corto plazo o de largo plazo, ya sea optando por una intermediación (sistema bancario) u obteniendo los recursos directamente del público (colocación de deuda).

El financiamiento vía los propietarios es una estrategia conservadora que privilegia la toma de decisiones de financiamiento, en busca de la mayor seguridad financiera posible. Ello minimiza los riesgos de endeudamiento, por lo que se presentan dos opciones en este ámbito: financiamiento mediante la reinversión de utilidades o financiamiento mediante aumento de capital.

La estrategia de financiamiento por medio de reinversión de utilidades es muy conservadora: obtiene los recursos financieros a partir de las utilidades conseguidas por la empresa. Así, el elemento central de esta autofinanciación viene dado por la autosuficiencia líquida proveniente del flujo de la operación (Medina y González, 2005), sin olvidar que este autofinanciamiento también se obtiene producto de la depreciación y la amortización.

En cuanto al financiamiento vía aumento de capital, este es un criterio moderadamente conservador de financiamiento: es un aporte efectivo de capital, que en el caso de las sociedades anónimas se da mediante el incremento en el precio de la acción o por la emisión de acciones de pago (ya sea de la misma serie o de otra serie).

Gitman (2003) define el financiamiento apalancado y, por ende, más riesgoso, como aquel mediante el cual la empresa financia, por lo menos, sus necesidades temporales, y posiblemente algunas de las permanentes, con fondos a corto plazo. El saldo de sus necesidades permanentes se financia con fondos a largo plazo. Siguiendo a Brealey y Myers (2004), el apalancamiento aumenta el flujo esperado de beneficios por acción, por cuanto una empresa apalancada puede tener mejores resultados económicos, aun cuando no olvida que debe asumir los riesgos del financiamiento externo.

Este tipo de financiamiento puede privilegiar fuentes financieras de largo plazo, lo que sería una estrategia moderadamente apalancada, en comparación con el financiamiento de corto plazo, que implica una estrategia muy apalancada y, por lo tanto, de mayor riesgo. En síntesis, tal como lo plantean Cifuentes y Silva (2005), las fuentes de financiación de las empresas chilenas se agrupan en fuentes apalancadas y conservadoras, donde las primeras provienen de bancos, bonos y efectos de comercio, y las segundas, de utilidades retenidas o aumentos efectivos de capital.

En definitiva, cualquiera sea la fuente de donde provenga el financiamiento, cada una representa un costo concreto y distinto para la empresa, por lo que su decisión debe apuntar a optimizar el financiamiento, cuidando de mantener un buen grado de solvencia y buscando mejorar la rentabilidad con un cierto riesgo y disminuir su costo de financiamiento. Es necesario que todo lo anterior se traduzca en planes estratégicos que le permitan obtener un rendimiento de las inversiones por

sobre el costo de financiamiento de dichas inversiones, ya que de esta manera se estarán sentando las bases para incrementar su valor económico, tal como es planteado por Copeland, Koller y Murrin (2004).

Naturalmente, toda actividad económica realizada por la empresa que le permita un crecimiento, ya sea concentrado o diversificado, requerirá en mayor o menor medida financiamiento, por lo que debiera haber una relación entre ambas estrategias, tal como lo plantea Kochhar (1996), quien indica que la estructura de financiación cada vez ha adquirido mayor importancia en la gestión estratégica de empresas.

En este sentido, diversas publicaciones se han referido a este tema, entre las cuales se destaca el trabajo de Kochhar y Hitt (1998), que demuestra que el financiamiento conservador es preferido por las empresas con estrategia de diversificación relacionada; en cambio, las empresas diversificadas optan por un financiamiento más apalancado.

Otro estudio sobre las estrategias de diversificación y estructura de financiación es el de Lim, Das y Das (2009), ya que no obstante estar centrado en la crisis financiera de Asia de 1997-1998, sus resultados apuntan a que las empresas con estrategia de diversificación no relacionada optan por una estrategia de financiación más conservadora cuando el entorno es estable; en cambio, cuando el entorno es dinámico, tiende a ser más apalancada. En lo que respecta a la estrategia de financiación de los conglomerados (estrategia de diversificación no relacionada), el trabajo de Lyandres (2007) indica que estas presen-

tan una financiación deficiente, lo que reduce su valor, pero no entra a analizar la relación entre las diferentes estrategias de mercado y la financiación.

También es interesante el trabajo de Dittmar y Shivdasani (2003), que estudia una muestra de empresas diversificadas que modifican su cartera de negocios mediante la venta de algunos de ellos; por lo que, de acuerdo con los resultados obtenidos por estos investigadores, las empresas reducen la diversificación después de la venta e indican que una inversión inadecuada lleva a una diversificación. Entonces, en la medida en que se venden estos activos inadecuados, se mejora la eficiencia de la cartera de negocios.

Por su lado, Kochhar (1996) indica que la gestión de la estructura de financiación y la naturaleza de los activos busca una economía en los costos de transacción y que en cierta medida son contradictorias con la teoría de agencia, ya que, por un lado, se dan compras apalancadas y, por el otro, diversificación de productos.

Un estudio muy específico sobre la diversificación de la estructura de financiación es el artículo de La Rocca, La Rocca, Gerace y Smark (2009), donde se encuentran resultados contradictorios entre la estructura de financiamiento y las estrategias de especialización de productos (concentración) y de diversificación, que se traducen en estrategias de financiamiento diferentes.

En cuanto a las oportunidades de crecimiento y estructura de capital, el trabajo de Azofra, Saona y Vallelado (2004) aporta evidencias

significativas sobre estrategias de financiamiento de las empresas chilenas, ya que los principales resultados indican que estas compañías presentan una alta concentración de la propiedad, aspecto que también es destacado por Lefort (2003) y por Majluf, Abarca, Rodríguez y Fuentes (1998); además de que la existencia de oportunidades de crecimiento aumentan su endeudamiento, pero privilegiando el largo plazo, por lo que se da una relación positiva entre rentabilidad y endeudamiento.

Un aporte similar al anterior, sobre la relación entre las oportunidades de crecimiento (decisión de inversión) y financiamiento en las empresas chilenas, es el trabajo de De Andrés, San Martín y Saona (2004), que destaca una cierta relación entre el apalancamiento y las oportunidades de crecimiento. Sin embargo, no es concluyente en lo que respecta a la estructura de propiedad.

Por otra parte, una investigación centrada en la relación entre estrategia de portafolio y de financiamiento es la realizada por Su (2010), para quien la estrategia de crecimiento de mercado tiene efectos opuestos en la estructura de financiación, es decir, un aumento en la concentración de los negocios se asocia con una reducción de la deuda; mientras que un aumento en la diversificación se relaciona con un aumento de la deuda. Por otro lado, este mismo autor indica que existe fuerte evidencia respecto a que las empresas concentradas en su propiedad son muy conservadoras en su estructura de financiación.

En este sentido, la hipótesis de trabajo es que los grupos económicos chilenos tienden

a una estrategia de crecimiento de mercado concentrada y con una estructura de financiamiento conservadora. Si se toman en cuenta los estudios expuestos, surge el interés por determinar la relación existente entre las estrategias de crecimiento de mercado (portafolio de negocios) y las estrategias de financiación seguida por los grupos económicos en Chile.

2. Metodología utilizada

Para identificar los grupos económicos existentes en Chile, la investigación partió del registro que la SVS del país lleva de estos grupos, los que a junio del 2008 ascendían a 142, a partir de los cuales se realizó muestreo aleatorio simple, considerando un índice de confianza de un 90% y un error muestral del 10%. Por lo tanto, la cantidad de grupos económicos incluidos en la investigación fue de 46 y la elección del grupo en particular se hizo mediante selección aleatoria. También se consideró que estos grupos dispusieran de la información necesaria para realizar la investigación, por lo que la cantidad final de grupos incluidos en la investigación ascendió a 42 (véase Anexo).

Luego, a fin de establecer en cada uno de los grupos económicos incluidos en la investigación su composición de portafolio, se utilizó la matriz expuesta por Medina, Sepúlveda y Rojas (2009) y que se muestra en el Cuadro 1.

A partir del Cuadro 1 se analizó a cada grupo económico, clasificándolo como grupo diversificado o concentrado. Si bien existen grupos que poseen empresas en más de un sector industrial, estas complementan la

Cuadro 1

Clasificación de las estrategias de crecimiento

| | Relacionada | No relacionada |
|-----------------|--------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Diversificación | Presencia de dos o más sectores industriales con algún grado de relación entre ellos | Presencia en más de dos sectores industriales sin relación entre ellos |
| | Especialista | Integrada |
| Concentración | Presencia en solo un sector industrial, sin complementos | Presencia en un sector industrial preponderante, sumando actividades dentro de la cadena de valor del sector |

Fuente: tomado de Medina, Sepúlveda y Rojas (2009).

actividad principal del grupo y entregan financiamiento, inversiones u otros servicios complementarios, por lo cual se consideró a estos grupos como concentrados.

En el estudio de la política de financiamiento (apalancada/conservadora) se analizaron los estados financieros consolidados de la matriz para los años 2003, 2005 y 2007 de cada uno de los grupos económicos incluidos en la muestra. En cada grupo se determinó el *leverage* financiero total (deuda/patrimonio), el *leverage* financiero depurado [deuda/(patrimonio-resultado ejercicio)], el *leverage* financiero a corto plazo (deuda a corto plazo/patrimonio), el *leverage* financiero a largo plazo (deuda a largo plazo/patrimonio) y la razón de aumento de capital efectivo, a efectos de analizar el criterio conservador.

La razón de aumento de capital efectivo permite distinguir entre la colocación de acciones de pago o la retención de utilidades como

fuente de financiamiento. En el caso de que este incremento provenga de la retención de utilidades, se está frente a una empresa sumamente conservadora.

Con los resultados obtenidos en los indicadores, se clasificaron los grupos económicos de acuerdo con el criterio indicado en el Cuadro 2, es decir, financiamiento apalancado (moderado o altamente apalancado) y financiamiento conservador (moderado o altamente conservador).

Cuadro 2
Clasificación de las estrategias de financiamiento

| | | |
|--------------|--------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Apalancada | Moderadamente apalancada | Altamente Apalancada |
| | <i>Leverage</i> total entre 1 y 2 <i>Leverage</i> LP > <i>leverage</i> CP | <i>Leverage</i> total > 2 <i>Leverage</i> total > razón aumento capital efectivo <i>Leverage</i> CP > <i>Leverage</i> LP |
| Conservadora | Moderadamente conservadora | Altamente conservadora |
| | <i>Leverage</i> total entre 0,5 y 1 <i>Leverage</i> LP > <i>Leverage</i> CP | <i>Leverage</i> total < 0,5 Razón aumento capital efectivo > <i>leverage</i> total <i>Leverage</i> LP > <i>leverage</i> CP |

Fuente: elaboración propia.

La clasificación del financiamiento por niveles simplifica el entendimiento de los criterios, ya que este se explica de acuerdo con los parámetros establecidos en el Cuadro 2, lo que permite ordenar las empresas de una forma más homogénea, según su realidad. Los parámetros establecidos en el cuadro están determinados en relación con los criterios

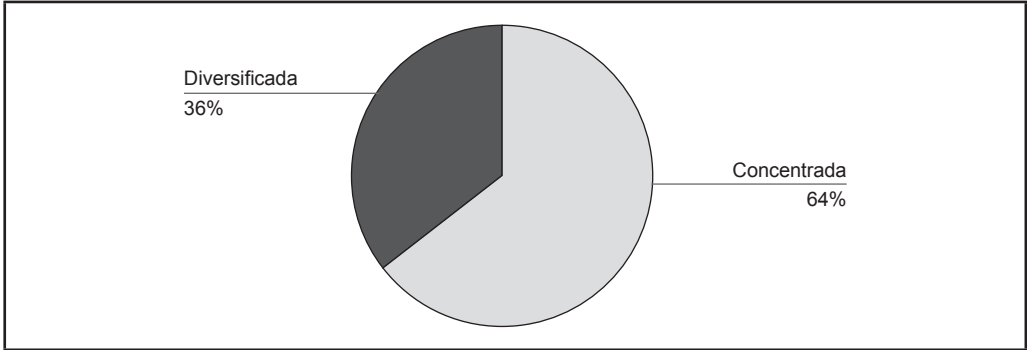
usados por el sistema financiero chileno, para el caso del apalancamiento; mientras en el caso del financiamiento conservador, descansa en una propuesta de los autores.

Por lo tanto, cada grupo económico se clasifica considerando las variables del Cuadro 2, donde se parte del *leverage* total, y de ahí se va depurando de acuerdo con los otros parámetros de clasificación. En resumen, los grupos económicos se seleccionaron mediante muestreo aleatorio y a cada uno de los grupos incluidos en la muestra se les aplicaron los parámetros establecidos en el Cuadro 1, para establecer el tipo de estrategia de mercado, y en el Cuadro 2, para determinar el tipo de financiamiento. Ello indica que es un diagnóstico cualitativo de las estrategias realmente utilizadas por estas entidades, por lo que no se aplicaron test estadísticos.

3. Resultados obtenidos

Con el análisis de cada uno de los grupos económicos incluidos en la muestra se obtuvo una variedad de antecedentes para establecer el grado de composición del portafolio y la forma de financiamiento de cada uno de estos. Desde el punto de vista de la composición del portafolio, es decir, las estrategias de crecimiento de mercado seguida por los 42 grupos económicos analizados, se tiene que la cantidad de grupos concentrados fue de 27, esto es, realizan actividades de negocios en un solo sector industrial o en sectores relacionados o complementarios entre sí. Al contrario, aparecen 15 grupos con estrategias de diversificación (Gráfico 2), que participan en más de un sector industrial.

Gráfico 2
Estrategia de mercado de los grupos económicos



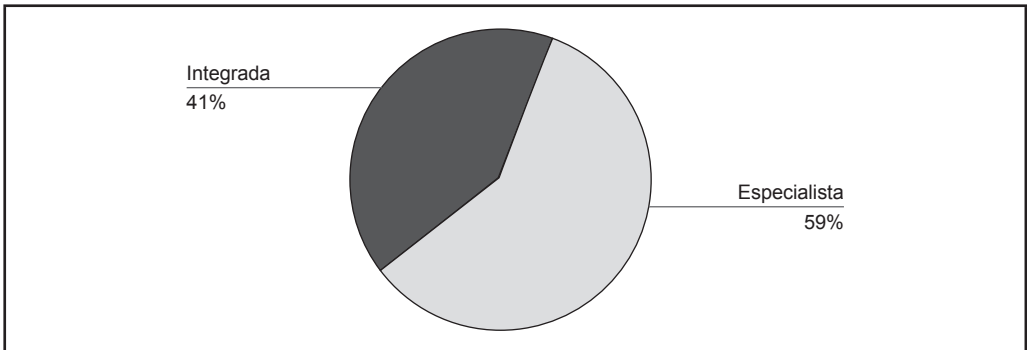
Fuente: elaboración propia.

Dada esta realidad, se establece que en Chile la mayoría de los grupos económicos no muestra una inclinación por diversificar sus negocios para reducir el riesgo inherente al concentrar sus actividades en un solo sector industrial. Ello puede deberse a que las oportunidades existentes en los respectivos sectores industriales hacen atractiva su permanencia en un solo sector. Además de lo

anterior, también influye el gran poder de mercado de estos conglomerados.

Si se analiza el tipo de estrategia empleada por los grupos concentrados, la mayoría presenta una estrategia de especialista, y en una cantidad menor desarrollan estrategia de integración dentro del sector industrial, tal como se muestra en el Gráfico 3.

Gráfico 3
Tipos de estrategias de concentración de los grupos económicos



Fuente: elaboración propia.

Ahora, con el análisis de la participación de los grupos económicos por sector industrial, se clarifica la amplitud o cobertura de estos grupos en la economía chilena. Es destacable su participación en cinco sectores industriales (Gráfico 4), los cuales representan cerca del 70% de los negocios de estos grupos, entre los que destaca el sector financiero, seguido del sector eléctrico y del sector alimenticio.

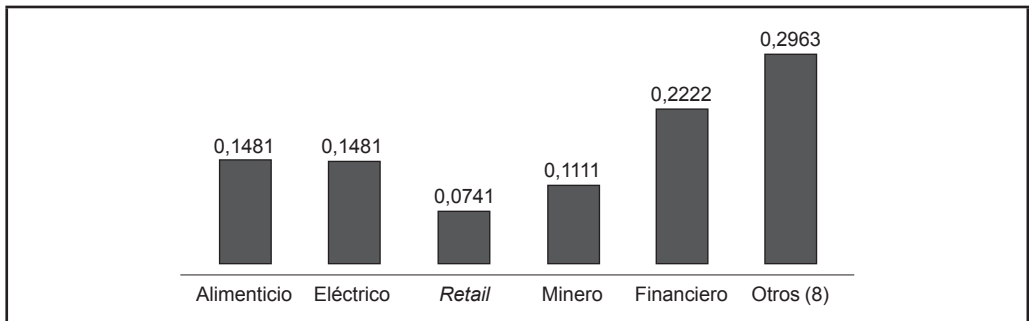
En cuanto a los grupos económicos diversificados, estos participan de forma relativa-

mente equilibrada entre estrategias de diversificación relacionada y estrategias de diversificación no relacionadas (conglomerados), tal como se expone en el Gráfico 5.

Si se consideran los sectores industriales donde participan los grupos económicos diversificados, hay un predominio relativo de los negocios en el sector industrial de las inversiones, seguido del *retail* y del sector minero. Estos, en su conjunto, representan el 80% del total de negocios de estos grupos, tal como se muestra en el Gráfico 6.

Gráfico 4

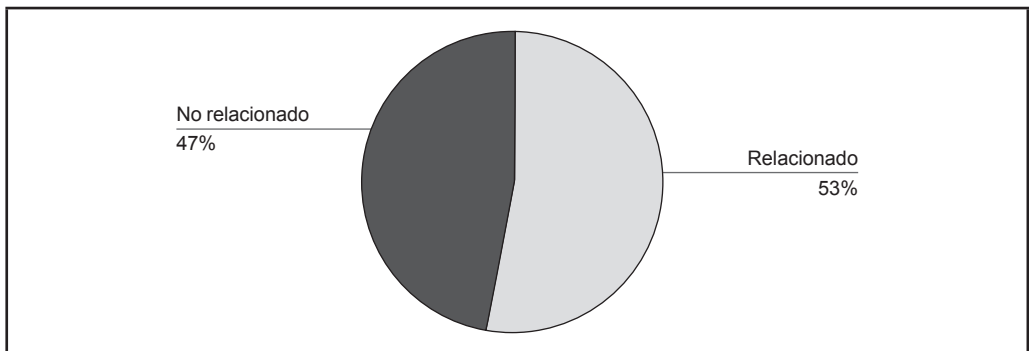
Participación por sector industrial: grupos económicos concentrados



Fuente: elaboración propia.

Gráfico 5

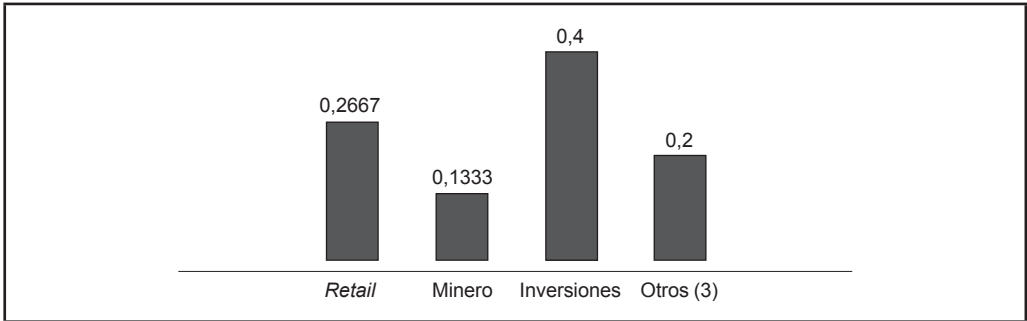
Tipos de estrategias de diversificación de los grupos económicos



Fuente: elaboración propia.

Gráfico 6

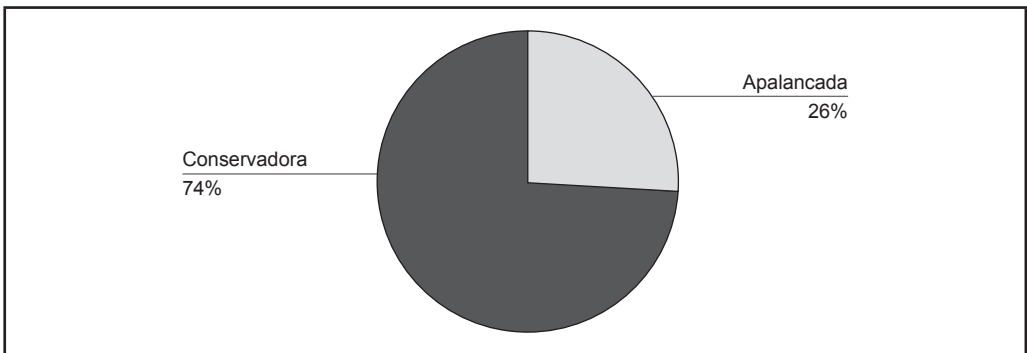
Participación por sector industrial: grupos económicos diversificados



Fuente: elaboración propia.

Gráfico 7

Estructura de financiamiento de los grupos económicos



Fuente: elaboración propia.

Si se comparan los grupos concentrados con los grupos diversificados, los primeros participan en una mayor cantidad de sectores industriales que los segundos. Si se toma en conjunto, el sector donde hay mayor participación de negocios es el de inversiones, seguido del de *retail* y del minero.

Una vez analizada la composición del portafolio de los grupos económicos y, por lo tanto, los recursos que esto ha implicado, es fundamental referirse a las estrategias de fi-

nanciamiento seguida por estos mismos grupos económicos. En este sentido, tal como se describe en el Gráfico 7, la gran mayoría de los grupos económicos desarrolla una estrategia de financiamiento conservadora y un número pequeño de grupos posee una estrategia de financiamiento apalancada.

El Gráfico 7 expone claramente que la mayoría de los grupos económicos investigados opta por una estrategia de financiamiento conservadora: un 74% de estos privilegia las

fuentes propias por las obtenidas de terceros, lo que en general concuerda con lo planteado por Azofra, Saona y Vallelado (2004), así como con lo expuesto por Lefort (2003). Esta estructura de financiamiento denota claramente un bajo riesgo por parte de los grupos económicos, ya que su fuente principal de financiamiento viene por la vía del patrimonio (mediante la colocación de acciones o la capitalización de utilidades). Naturalmente, el grupo económico puede tener obligaciones, pero estas en general serán inferiores al patrimonio.

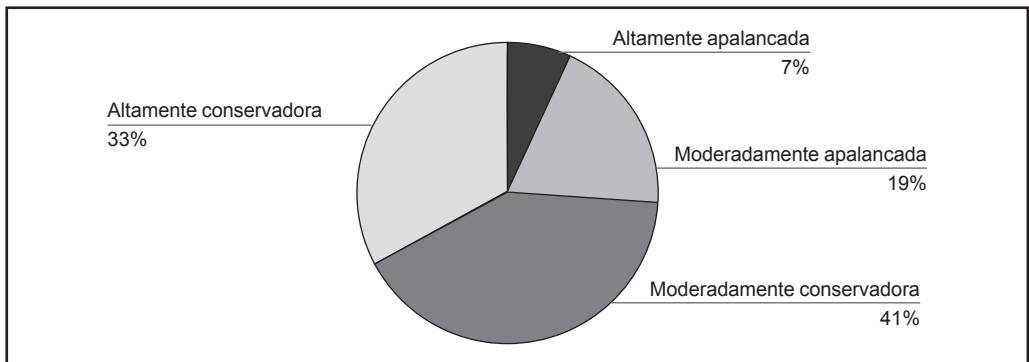
Dada tal realidad de financiamiento por parte de los grupos económicos, es importante exponer los distintos grados de financiamiento que tienen dentro de estas dos grandes categorías, aspecto que se muestra en el Gráfico 8. Al analizar la composición del financiamiento de cada uno de los grupos incluidos en la muestra, los grupos moderadamente conservadores representan en Chile un 41% del total, y los altamente conservadores, un 33%. En el caso de los grupos apalancados,

de estos un 19% es moderadamente apalancado, y el resto (un 7%), altamente apalancados.

Ahora, en lo que respecta a los negocios desarrollados por los grupos económicos, estos se encuentran en diversos sectores industriales. Por ello es importante ver cómo inciden las estrategias de financiamiento seguidas por estos grupos en los respectivos sectores a los que pertenecen dichos negocios. Por lo tanto, en el Gráfico 9 se expone la participación de los grupos económicos según la estrategia de financiamiento conservadora, identificando los sectores industriales involucrados, que concentran sus negocios en un 77% en seis sectores industriales, de los cuales se tiene una mayor participación en el sector minero (19,35%), seguido por el sector de las inversiones y el financiero, en conjunto.

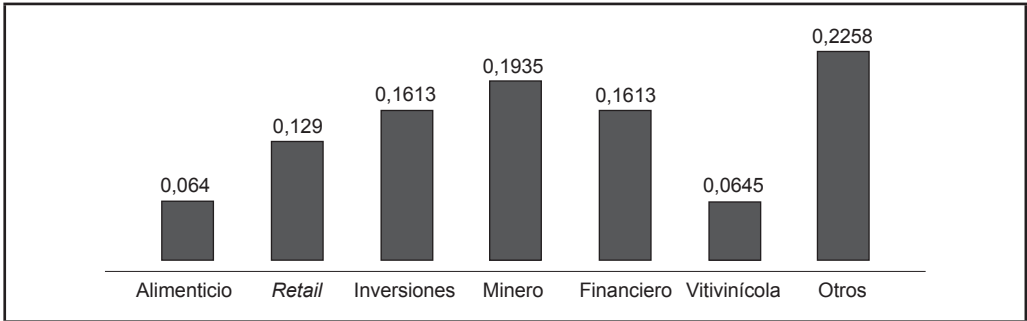
Es destacable el que la participación de estos grupos se concentre principalmente en el sector primario y de servicios. En caso del sector primario, los productos generados

Gráfico 8
Política de financiamiento de los grupos económicos



Fuente: elaboración propia.

Gráfico 9
Participación por sector industrial: financiamiento conservador



Fuente: elaboración propia.

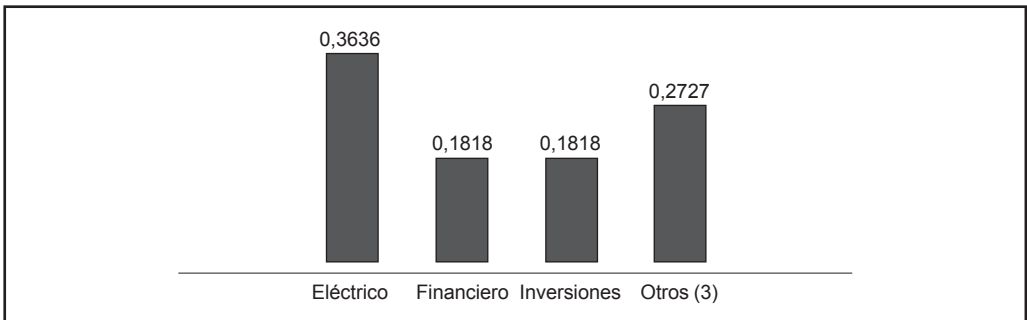
presentan volatilidad en los precios, lo que afecta directamente los resultados del grupo y, por ende, las decisiones de financiamiento. Este hecho podría ser una de las explicaciones de la estrategia conservadora de estos grupos. Respecto a los grupos que siguen una estrategia de financiamiento apalancada, su distribución por sector industrial se muestra en el Gráfico 10.

En el caso de los grupos con una estrategia de financiamiento apalancada, se concentran mayoritariamente en el sector de los servicios

y abarcan tres sectores industriales, que representan casi un 73% del total de los negocios de estos grupos. Resalta en este segmento el sector eléctrico, con una participación del 36,36%, lo que en cierta medida explica la decisión de financiamiento apalancada, ya que la demanda es relativamente constante en un mercado monopólico y con precio determinado, lo cual incentiva una estrategia más agresiva de financiamiento.

Es significativa la participación de los grupos conservadores y apalancados en el sec-

Gráfico 10
Participación por sector industrial: financiamiento apalancado



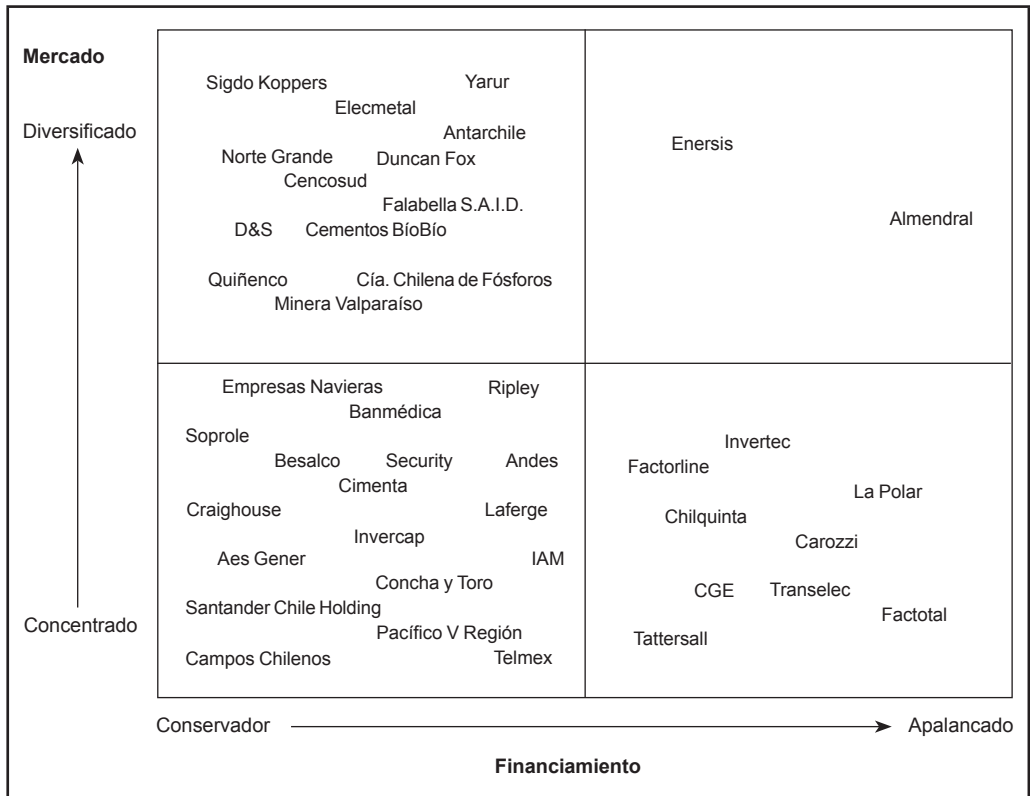
Fuente: elaboración propia.

tor financiero, lo que no permite mostrar una tendencia clara, sino que la política de financiamiento estará dada por las características de dirección del grupo controlador en términos de la mayor o menor aversión al riesgo. Una vez efectuado el análisis en función de la estrategia de crecimiento y de la estrategia de financiamiento, es relevante integrar ambos aspectos para así tener una mirada de conjunto y más integral de estas estrategias, tal como se muestra en el Gráfico 11, donde se puede observar que en el cuadrante conservador-concentrado existe un total

de 18 grupos económicos (43% del total de estos). En el caso del cuadrante conservador-diversificado aparece un total de 13 grupos económicos (31% del total de los grupos incluidos en el estudio). En lo que respecta al financiamiento apalancado, se tiene que en el cuadrante apalancado-concentrado existen nueve grupos económicos (21% aproximadamente de 42 unidades sujetas a estudio), y en el cuadrante apalancado-diversificado se encuentran sólo dos grupos económicos (5% del total incluido en la muestra).

Gráfico 11

Estrategias de portafolio y de financiamiento



Fuente: elaboración propia.

Este resultado se contrapone al obtenido por Majluf, Abarca, Rodríguez y Fuentes (1998), quienes habían establecido una relación directa entre oportunidades de crecimiento y endeudamiento. En esta investigación queda demostrado que los grupos económicos tienden a una estrategia de financiamiento conservadora y de mercado concentrada. Sin embargo, los resultados avalan en gran medida lo planteado por Su (2010) y se demuestra que la estrategia de concentración tiende a ser más conservadora en su estructura de financiamiento. Entre tanto, en el caso de la diversificación, no se llega a ratificar lo expuesto por este autor.

Conclusiones

Si se considera que este estudio es un diagnóstico cualitativo de las estrategias realmente utilizadas por los grupos económicos en Chile, se establece que los resultados demuestran que la mayoría de estas entidades optan por una estrategia concentrada, y dentro de esta la más utilizada es la estrategia de especialista. Por el contrario, un porcentaje menor de grupos económicos están diversificados y predomina la estrategia de diversificación relacionada.

Estos grupos, independiente de la estrategia de portafolio utilizada, concentran sus negocios en tres sectores industriales: sector de inversiones, de *retail* y minero. En cuanto a la estrategia de financiamiento, la mayoría de los grupos económicos elige una estrategia de financiamiento conservadora, y un menor porcentaje, una estrategia apalancada.

Es significativo que los grupos conservadores son, en su mayoría, moderadamente conservadores, aunque un porcentaje no menor tiene una estructura de financiamiento muy conservadora, es decir, optan por financiarse mediante reinversión de utilidades. En el caso de los grupos apalancados, buena parte de estos son moderadamente apalancados y una minoría usa una estrategia agresiva o muy apalancada, o sea, privilegian como estrategia de financiamiento el endeudamiento de corto plazo.

Dado lo anterior, se demuestra que los grupos económicos en Chile son poco apalancados. Ello implica un bajo endeudamiento de fuentes ajenas, que privilegia el financiamiento propio e incluso capitalización de utilidades, lo que representa un bajo riesgo financiero. También se destaca que los grupos económicos con financiamiento conservador concentran sus negocios en el sector primario y de servicios. En el caso del sector primario, los productos generados presentan volatilidad en los precios, lo que afecta directamente los resultados del grupo y, por ende, las decisiones de financiamiento. Este hecho podría ser una de las explicaciones de la estrategia conservadora de estos grupos.

En el caso de los grupos con una estrategia de financiamiento apalancada, estos se concentran en el sector de servicios, donde se destaca la presencia del sector eléctrico, lo que en cierta medida explica la decisión de financiamiento apalancada, ya que la demanda es relativamente constante, en un mercado monopólico y con precio determi-

nado, lo cual incentiva una estrategia más agresiva de financiamiento. Es significativa la participación de los grupos conservadores y apalancados en el sector financiero, lo que no permite mostrar una tendencia clara, sino que la política de financiamiento está dada por las características de dirección del grupo controlador, en términos de la mayor o menor aversión al riesgo.

En síntesis, esta investigación demuestra que la mayoría de los grupos económicos en Chile tiene presencia en pocos sectores industriales y sigue una estrategia de portafolio concentrado y de financiamiento conservador.

Lista de referencias

- Azofra, V.; Saona, P. y Vallelado, E. (2004). Estructura de propiedad y oportunidades de crecimiento como determinantes del endeudamiento de las empresas chilenas. *Revista Abante*, 7 (2), 105-145.
- Brealy, R. y Myers, S. (2004). *Fundamentos de finanzas corporativas*. Madrid: McGraw Hill.
- Cifuentes, R. y Silva, C. (2005). Estructura de financiamiento de las empresas que utilizan fuentes de mercado en Chile. En *Informe de estabilidad financiera Banco Central de Chile* (pp. 85-93). Santiago: Banco Central de Chile.
- Copeland, T.; Koller, T. y Murrin, J. (2004). *Valoración, medición y gestión del valor*. Bilbao: Deusto.
- Dahse, F. (1979). *Mapa de la extrema riqueza: los grupos económicos y el proceso de concentración de capitales*. Santiago: Aconcagua.
- De Andrés, P.; San Martín, P. y Saona, P. (2004). Decisiones financieras en la empresa chilena: una mirada a través de las oportunidades de crecimiento. *Revista Abante*, 7 (1), 3-34.
- Dittmar, A. and Shivdasani, A. (2003). Divestitures and divisional investment policies. *Journal of Finance*, 58 (6), 2711-2743.
- Fernández, P. (2001). *Creación de valor para los accionistas*. Barcelona: Gestión 2000.
- Fuentes, L. (1998). *Grandes grupos económicos en Chile y los modelos de propiedad en otros países*. Santiago: Dolmen.
- Gitman, L. (2003). *Principios de administración financiera*. México: Prentice Hall.
- Hill, C. y Jones, G. (2005). *Administración estratégica: un enfoque integrado*. México: McGraw Hill.
- Kochhar, R. (1996). Explaining firm capital structure: The role of agency theory vs transaction cost economics. *Strategic Management Journal*, 17 (9), 713-728.
- and Hitt, M. (1998). Linking corporate strategy to capital structure: Diversification strategy, type and source of financing. *Strategic Management Journal*, 19 (6), 601-610.
- La Rocca, M.; La Rocca, T.; Gerace, D. and Smark, C. (2009). Effect of diversification on capital structure. *Review Accounting and Finance*, 9 (4), 799-826.
- Leff, N. (1978). Industrial organization and entrepreneurship in developing countries: the economics

- groups. *Economic Development and Cultural Change*, 26 (4), 661-675.
- Lefort, F. (2003). Gobierno corporativo: ¿qué es? ¿Cómo andamos por casa? *Revista Cuadernos de economía*, 12, 207-237.
- Lim, E.; Das, S. and Das, A. (2009). Diversification strategy, capital structure, and the Asian financial crisis (1997-1998): Evidence from Singapore firms. *Strategic Management Journal*, 30 (6), 577-594.
- Lyandres, E. (2007). Strategic cost of diversification. *Review of Financial Studies*, 20 (6), 1901-1940.
- Majluf, N.; Abarca, D.; Rodríguez, L. and Fuentes A. (1998). Governance and ownership structure in Chilean groups. *Revista Abante*, 1, 111-139.
- Medina, A. y González, J. (2005). Propuesta metodológica para análisis de la solvencia de la empresa por medio del estado de flujo efectivo. *Revista Panorama Socioeconómico*, 31, 82-91.
- Medina, A.; Sepúlveda, E. y Rojas, S. (2009). Estrategias corporativas de crecimiento de los grupos económicos en Chile. *Revista Estudios Gerenciales*, 25 (113), 33-49.
- Paredes, R. y Sánchez, J. M. (1996). *Organización industrial y grupos económicos: el caso de Chile*. Santiago: Departamento de Economía, Universidad de Chile.
- Pérez, W. (1998). *Grandes empresas y grupos industriales latinoamericanos*. México: Siglo XXI-CEPAL.
- Sanfuentes, A. (1984). Los grupos económicos: control y políticas. *Colección de Estudios CIE-PLAN*, 15.
- Su, L. (2010). Ownership structure, corporate diversification and capital structure Evidence from China's publicly listed firms. *Review Management Decision*, 48 (1-2), 314-339.
- Superintendencia de Valores y Seguros (2008). *Información grupos económicos*. Santiago: autor.
- Tarziján, J. (2003). Revisando la teoría de la firma. *Revista Abante*, 6 (2), 149-177.

Anexo

Grupos económicos incluidos en la muestra

| | | |
|--------------------------------|---------------------------------------|-------------------------------|
| Grupo AES Gener | Grupo Concha y Toro | Grupo Lafarge |
| Grupo Almendral | Grupo Craighouse | Grupo Minera Valparaíso |
| Grupo Andes | Grupo D&S | Grupo Norte Grande |
| Grupo Antarchile | Grupo Duncan Fox | Grupo Pacífico V Región |
| Grupo Banmédica | Grupo Elecmetal | Grupo Quiñenco |
| Grupo Besalco | Grupo Empresas Navieras | Grupo Ripley |
| Grupo Campos Chilenos | Grupo Enersis | Grupo Transelec |
| Grupo Carozzi | Grupo Factorline | Grupo Security |
| Grupo Cementos BíoBío | Grupo Factotal | Grupo Sigdo Koppers |
| Grupo Cencosud | Grupo Falabella | Grupo Soprole |
| Grupo CGE | Grupo Invercap | Grupo Tattersall |
| Grupo Chilquinta | Grupo Invertec | Grupo Telmex |
| Grupo Cía. Chilena de Fósforos | Grupo Inversiones Aguas Metropolitana | Grupo Santander Chile Holding |
| Grupo Cimenta | Grupo La Polar | Grupo Yarur |

Fuente: elaboración propia.