

La dimensión de la empresa y la financiación

ALVARO CUERVO

Doctor en Ciencias Económicas
Profesor Adjunto de Política
Económica de la Empresa

I. INTRODUCCION

La mayoría de los estudios y trabajos publicados sobre financiación de empresas y, más en concreto, sobre la problemática financiera de la pequeña y mediana empresa, se ha planteado desde una consideración descriptiva e institucional y, en algunos casos, desde el prisma de la política monetaria; pero hasta el momento presente no han abundado los trabajos que desarrollen o intenten plantear una teoría de la política financiera (1).

Con este trabajo se pretende hacer un estudio en torno a la teoría financiera que sirva de marco de referencia a la política financiera y, al mismo tiempo, que permita plantear las decisiones de financiación y planificación de nuestras empresas de una forma analítica, posibilitando la planificación financiera de futuro y, como consecuencia, una política financiera que busque la optimización del subsistema de financiación dentro de la política económica de la empresa. Siguiendo dicha consideración, vamos a concretar nuestro trabajo al intento de un esbozo de análisis financiero con el estudio en profundidad del comportamiento del *tamaño o dimensión de la empresa* ante la financiación.

Todo el desarrollo del trabajo se va a plantear teniendo en cuenta su finalidad, desde una concepción práctica (2), sin profundizar en la esencia misma de la teoría financiera, sino en un análisis que, partiendo de un

(1) En este punto siempre es necesario recordar la obra de E. A. G. Robinson, "La dimensión óptima de la empresa", El Ateneo, Buenos Aires, 1957, por ser punto clásico de referencia en el análisis de la dimensión al igual que el trabajo de Erich Gutenberg, "La dimensión óptima de la empresa", Boletín de Estudios Económicos, Bilbao, núm. 4, enero-abril 1960, págs. 17-41.

(2) En este punto, autores diversos como Bergson y Maritain, distinguen entre un conocimiento práctico, utilitario, externo y un conocimiento especulativo en el que se penetra en la misma esencia de la cosa y se identifica con ella. J. Maritain, "Les degrés du savoir", París, 1932.

objetivo admitido, posibilite conocer sus bases generales de funcionamiento. Una vez realizada esta introducción del objeto del trabajo, nos enfrentamos al desarrollo del mismo, para lo cual debemos de partir de la definición del elemento a analizar en la teoría financiera que, en nuestro caso, es el tamaño de la empresa.

2. EL TAMAÑO Y SU INFLUENCIA EN LA FINANCIACION DE LA EMPRESA

Quizás resultara necesario que previo al estudio del tamaño o dimensión de la empresa como elemento de una teoría financiera, se empezara por indicar el índice o índices que permiten medir el tamaño de la empresa.

Dado el planteamiento del trabajo en este punto, nos referimos a la empresa y no a la explotación (3). Esta diferenciación se ha creído necesaria, pues los estudios sobre el tamaño (4) se han centrado preferentemente en análisis de índices diferenciadores de las explotaciones, dados los objetivos motivadores de los mismos: costo, producción, etc.

En nuestro caso, la diferenciación del tamaño se considera en base a los fondos de capital de la empresa (5). Unido a los fondos de capital se pueden considerar, como elemento a tener en cuenta en la diferenciación, los flujos de caja de las ventas. Ambos índices: fondos de capital o volumen de fondos de la estructura financiera de la empresa, y montante de

(3) Hacemos esta matización dado que los estudios sobre el tamaño se han centrado preferentemente en la explotación. Para una diferenciación clara de estos conceptos (empresa-explotación) puede verse Manuel Berlanga, "Economía de la empresa", Biblioteca de Comercio y Finanzas, Madrid, 1954, pág. 11.

(4) Véase:

— Santos Blanco, A. Cerrolaza y J. Velarde: "La dimensión de la explotación industrial en España". Secretaría General Técnica del Ministerio de Trabajo. Madrid, 1961, pág. 18.

— R. Argamentería García: "La dimensión óptima de la empresa metalúrgica española". Madrid, 1963, pág. 34.

— Ignacio Azpichueta: "Las pequeñas y medianas empresas españolas ante la C. E. E.". B. E. E. Deusto, núm. 55, enero-abril 1962.

— Rafael Pavón Guerrero: "Estudio comparativo sobre la pequeña industria". De Economía, núm. 80-81, Madrid, 1964.

— Staley: "Small industry development". Miscellaneous Papers, núm. 1, Stanford Research Institute.

(5) En el trabajo doctoral del autor, "La estructura financiera de la empresa y sus factores determinantes". Cámara de Comercio e Industria, Madrid, 1971, se parte de la consideración de pequeña empresa como aquella que cuenta con un capital permanente inferior a 100 millones de pesetas. Mediana empresa, aquella que tiene un capital permanente entre 100 y 600 millones, y gran empresa, la que posee un capital permanente superior a 600 millones.

flujos de caja de las ventas, nos posibilitan la realización de un «ranking» de tamaños de la empresa que permita analizar y contrastar la influencia de este factor en la teoría financiera.

Una vez fijados los posibles criterios diferenciadores del tamaño (6), el análisis de este factor ante la teoría financiera de la empresa, conviene realizarlo a partir del efecto que sobre el riesgo económico y financiero de la empresa tiene la dimensión, dado que estos riesgos afectan directamente al objetivo de la política financiera.

3. LA POLITICA FINANCIERA Y LA DIMENSION DE LA EMPRESA

El estudio del comportamiento del factor tamaño ante la financiación de la empresa, requiere un previo planteamiento de la política financiera empresarial, lo que hace necesario fijar el objetivo financiero de la empresa. En nuestro análisis se parte del postulado financiero de minimizar el coste de capital total de la empresa a largo plazo para el riesgo económico en que la misma incurra, como base de la conducta financiera. Esto conduce a que el análisis de la política financiera de la empresa lo podamos dividir en tres grandes apartados: Coste de capital de los fondos propios; Coste de capital de los fondos ajenos; y Análisis global del coste de capital y de la estructura financiera de la empresa.

El postulado que acabamos de plantear es otra forma de expresión, de lo que para los tratadistas americanos viene dado como «maximización del valor de la empresa a largo plazo para sus propietarios». (Este valor, en su contexto, viene recogido en el mercado de valores.) Si se admite este objetivo el desarrollo de la política financiera debe de llevar a la consecución del mismo (7), por lo que se requiere el estudio de comportamiento de las curvas de coste de capital para ver la influencia del tamaño en las

(6) En algunos casos, aunque no permita la realización de un «ranking» de tamaños, se suele plantear la definición de una forma diferenciadora como se recoge en la Ponencia de Financiación de la I Semana Nacional de la Pequeña y Mediana Empresa, Asturias, mayo 1972, pág. 7, cuando afirman que se puede considerar, a efectos financieros, pequeñas y medianas empresas aquellas que:

a) No pueden acudir al mercado de capitales, lo cual las inhabilita el acceso a los recursos en él ofrecidos.

b) Aquellas otras en las que no tengan participación los bancos o empresas dependientes de los mismos. Es decir, los que además de un volumen físico reducido o medio, no tengan vinculación con la Banca.

(7) No se olvide que la política financiera es una parte de la política económica de la empresa, y que la misma se encuentra inter-relacionada con el resto de las políticas.

mismas. Este análisis permitirá indicar el posible efecto de la dimensión en una teoría de la financiación de la empresa.

Partimos, en nuestro análisis, de la admisión de una relación inversa entre el valor de un activo y el riesgo asociado con el flujo de cash-flow generado por el activo (8). Del mismo modo, existe una relación directa entre el costo de capital de un medio y el riesgo total de la empresa. La importancia, pues, del riesgo de la empresa en la determinación del costo de capital e , indirectamente, en la consecución del objetivo financiero, nos obliga a unas consideraciones sobre el mismo partiendo de la división clásica del riesgo en: económico y financiero.

Entendemos por riesgo económico (business risk) el riesgo unido a la recuperación de los activos (9). Lo podemos concretar a partir de la

distribución de $\frac{Bi}{\bar{B}}$; en donde Bi representa las ganancias de la em-

presa (como medida de la variabilidad de las ganancias se utiliza la desviación típica) y \bar{B} la media de las ganancias (10). Está afectado el riesgo económico de la empresa por la variabilidad del índice de recuperación de la inversión (11). Esta variabilidad se ve afectada por la sensibilidad de la venta de la empresa ante el mercado con su variación y por las cargas fijas o de estructura de la empresa, así como por la capacidad de la dirección.

Después de esta consideración de lo que hemos denominado riesgo económico o riesgo de la actividad de la empresa, nos resta definir el riesgo financiero de la empresa (12). Este riesgo financiero es una función de la estructura de capital de la empresa. Se puede definir como el riesgo

(8) Cfr. M. Chapman Findlay, E. E. Williams: "An integrated analysis for managerial finance". Prentice Hall, N. J. 1970, págs. 27 y 194; "La variación de las ventas asociada a los costes fijos da a la empresa su característico riesgo de empresa" (business risk).

(9) Glen A. Mumej: "Theory of financial structure". Holt Rinehart and Winston Inc. New York, 1969, pág. 23.

(10) En esta línea de planteamiento puede verse James C. T. Mao: "Quantitative Analysis of financial decision". MacMillan, 1969, New York, pág. 425.

(11) Stephan Archer and Charles A. D'Ambrosio: "Business finance: Theory and Management". The MacMillan, New York, 1966, pág. 286, indica: "Desde el punto de vista del inversor, el riesgo económico depende de la naturaleza del riesgo que en la empresa causa la variabilidad en la recuperación de las inversiones efectuadas por la empresa y la habilidad de la empresa para reducir el total riesgo de la misma a través de la diversificación; esto es, por inversión en proyectos relativamente no correlacionados".

(12) No podemos admitir (esperamos en un próximo trabajo plantear estas consideraciones) que el riesgo financiero sea igual al riesgo económico de la empresa, al ser este último la distribución del riesgo económico entre los aportantes de fondos a la empresa. Con relación a este punto, véase Glen A. Mumej, "Theory of Financial Structure". Holt Rinehart and Winston, N. Y., 1969, págs. 26 y 124.

que surge por la rigidez que introducen en los beneficios las exigencias de pagos financieros fijos.

El estudio clásico del riesgo financiero venía dado por el hecho de la consideración tradicional de que existía una estructura de capital óptima que minimiza el costo de capital de la empresa, para una clase de riesgo económico dado. El riesgo financiero, en unión de otras consideraciones (impuestos, etc.) se consideraba la variable independiente del coste de capital. Superadas las controversias que los postulados de Miller y Modigliani habían planteado en la literatura financiera (13) podemos hoy admitir que el valor de la empresa varía con el grado de «leverage» (14) o endeudamiento en su estructura de capital o bien considerar que el costo de capital de una empresa, supuesto un riesgo económico dado, varía con el leverage o endeudamiento (15).

Estos últimos razonamientos conviene que se maticen dado que las supuestas variaciones del costo de capital en función del endeudamiento obedecen a que se está considerando al índice de endeudamiento o «leverage» como una forma de cuantificar el riesgo financiero de la empresa. Bajo este supuesto sí que son correctas las afirmaciones precedentes.

A pesar de que hasta el momento presente la mayoría de los autores han medido el riesgo financiero a través del índice clásico de endeudamiento:

$$\frac{\text{Capital ajeno}}{\text{Capital propio}}$$

bien utilizando sus valores contables o valores de mercado, creemos que la forma de cuantificar el riesgo financiero (16) debe venir dada en término de flujos de expectativas de liquidez, que pudieran venir recogidas a tra-

(13) Para un detalle de los planteamientos tradicionales y los realizados por M. Miller y F. Modigliani, así como los contrastes empíricos realizados al efecto, pueden verse: J. C. I. Mao, op. cit., págs. 441-452; Alvaro Cuervo, "Consideraciones sobre algunos aspectos de la moderna financiación empresarial". Rev. Economía Política, núm. 57, enero-abril 1971, págs. 253-281.

(14) Precisamos que la expresión «leverage» se puede traducir por apalancamiento o efecto endeudamiento de la estructura de capital. Esta última acepción se va a utilizar en nuestro trabajo.

(15) M. Champan Findlay: "An integrated analysis for managerial finance". Op. cit., pág. 220, dice: "Aunque M. Miller y F. Modigliani han producido un sistema lógico dando sus postulados y limitaciones, no sorprende que pocos académicos y virtualmente ningún director financiero, acepten sus hipótesis como una explicación del mundo real".

(16) Wright: "Financial management". McGraw Hill, London, 1970, indica que la utilización de otros índices como el «interest cover» (número de veces que las ganancias cubren los costes de interés), sólo tiene en cuenta el cash-flow en cierta medida por los desfases periódicos existentes entre beneficios y tesorería neta.

vés de los estados preventivos de cash-flow (17), pues a través de la cuantificación de los importes y tiempos de los "inflows" o de los "outflows" de caja podemos concretar el riesgo financiero de la empresa de una forma analítica y racional (18).

Podemos hacer notar que, a través de la relación de pagos por obligaciones financieras en comparación de los cash-flows netos generados por la empresa, se puede cuantificar el riesgo financiero. Esta cuantificación se ha de plantear ante los valores obtenidos a partir de los estados preventivos, en base a los análisis individuales de cada empresa, sin que se puedan dar normas o generalizaciones sobre índices de endeudamiento o riesgos financieros por sectores. El análisis del riesgo ha de hacerse, pues, de una forma individual y sobre el futuro (19).

Partiendo, pues, de estas consideraciones que hemos realizado sobre

Por otra parte, autores como E. Lerner y W. T. Carleton, op. cit., pág. 162, hablan de utilizar el índice de cobertura de activos considerando como

valor en venta activos

pagos de deuda o capital ajeno

otra fuente de cuantificar el riesgo financiero.

(17) En este punto se parte del concepto de cash-flow en su consideración de tesorería, como se plantea y comenta en nuestro trabajo "La financiación interna de la empresa: La autofinanciación". Revista Esic Market, núm. 9, octubre 1972-enero 1973, pág. 123.

(18) J. C. T. Mao, op. cit., pág. 452, recoge un modelo probalístico para evaluación de la capacidad de endeudamiento de la empresa.

(19) Véase el trabajo, quizás pionero en este campo, debido a Gordon Donaldson "Corporate Debt Capacity". Richard Irwing. Ontario, 1971 (edición original Harward, 1961), págs. 8 y ss.

En nuestro trabajo "Consideraciones sobre algunos aspectos de la moderna financiación empresarial", op. cit., pág. 275 y siguientes, decíamos:

"Un primer paso en el enfoque dinámico ha sido el de Ronald F. Wipern que, con el objeto de medir el endeudamiento como base del riesgo financiero, lo realiza por el cociente

$$i$$

$$E - 2S$$

Considera $i = a$ las cargas financieras fijas. Podemos indicar que en caso de estar obligados, de hecho, a unos dividendos mínimos se deben incluir. $E = a$ la media de las ganancias antes de cargas financieras más los gastos que no motivan salida de fondos—amortizaciones, etc.—, y S es la desviación típica.

El planteamiento operativo y dinámico, que no se limita a consideraciones de estructuras de balance, sino a flujos para medir el endeudamiento y sus límites cara al riesgo financiero, es el que desarrollamos a continuación. El conocimiento de los resultados futuros lo podemos plantear con su distribución de probabilidades. Glen A. Mumey parte como medida del riesgo del C. W. V. (Coefficient of wealth variation) o coeficiente de variación de resultados.

El valor cierto = valor probable (1-0, 1 C. W. V.).

los riesgos de la empresa en su división de riesgo económico y riesgo financiero, vamos a desarrollar el análisis de la influencia de la dimensión en la financiación. El estudio de la relación del riesgo con la dimensión, lo vamos a plantear en base a las curvas de coste de capital, por lo que suponemos que el resto de los elementos que afectan a las curvas permanecen constantes. Partiendo, pues, del estudio del comportamiento de la dimensión sobre las curvas de coste de capital, se intenta ver los efectos de la dimensión sobre el objetivo financiero, dado que el mismo lo hemos concretado en la minimización del coste de capital a largo plazo para un riesgo económico dado.

3.1. EL COSTE DEL CAPITAL PROPIO: ANÁLISIS DE LA INFLUENCIA DEL TAMAÑO EN LA FINANCIACIÓN DE LA EMPRESA

Para el estudio de la posible influencia de la dimensión sobre el coste del capital propio de la empresa, parece lógico que se parta del estudio de las posibles fuentes de capital propio de la empresa mediana y pequeña para, en su comportamiento, poder inferir su curva de coste de capital.

Dentro de la financiación propia de la pequeña y mediana empresa podemos señalar, a los objetivos perseguidos, las siguientes fuentes:

Financiación propia:

Financiación interna	Autofinanciación de la empresa.						
Financiación externa	<table> <tr> <td rowspan="5" style="font-size: 4em; vertical-align: middle;">}</td> <td>Ahorros de los propietarios.</td> </tr> <tr> <td>Medios de la familia de los propietarios.</td> </tr> <tr> <td>Inversores privados u otras empresas.</td> </tr> <tr> <td>Instituciones financieras.</td> </tr> <tr> <td>Público en general (mercado de emisiones).</td> </tr> </table>	}	Ahorros de los propietarios.	Medios de la familia de los propietarios.	Inversores privados u otras empresas.	Instituciones financieras.	Público en general (mercado de emisiones).
}	Ahorros de los propietarios.						
	Medios de la familia de los propietarios.						
	Inversores privados u otras empresas.						
	Instituciones financieras.						
	Público en general (mercado de emisiones).						

La base de medición del riesgo financiero debe estar en función del cociente de

$$\frac{\text{Cargas financieras fijas}}{\text{Beneficios — C. V. B.}}$$

Siendo C. V. B. = Coeficiente de variación de beneficios. Los beneficios considerados son sin deducir cargas financieras.

Para planteamientos de corto creemos más operativo la utilización del cash flow (sin descuento de pagos de cargas financieras), en vez de los beneficios. Con estos planteamientos se consigue una operatividad en la cuantificación y cualificación del riesgo financiero cara a la determinación de la estructura financiera óptima.

De esta alternativa de fuentes se vale la empresa, de dimensión media o reducida, para su financiación por medio de capital propio. La utilización de estas fuentes se va a realizar partiendo de las consideraciones que a continuación desarrollamos, en donde se recoge el comportamiento del tamaño ante el riesgo económico y financiero de la empresa.

Pudiéramos pensar, como hemos indicado, que el riesgo económico depende de dos variables principales, referidas a la variabilidad de las ganancias y a la "habilidad" de la dirección para reducir el riesgo.

En primer lugar, la empresa de reducida dimensión se encuentra con dificultades para reducir la variabilidad de sus beneficios por la dificultad de diversificar sus inversiones (20), dadas las posibilidades de la misma. Unido a este riesgo, que podemos considerar dentro del problema de dispersión estadística del riesgo que favorece a la gran empresa (21), se encuentra la vinculación de la pequeña empresa a un número reducido de productos, de proveedores, de compradores, y de operar en un solo lugar, hechos que conducen a un incremento de su riesgo (22).

Por otro lado, nos encontramos que, como consecuencia de las características de la pequeña empresa en cuanto a: dirección ejercida por una persona o dos, los cambios de dirección (enfermedad, etc.), motivan cambios bruscos en la empresa y en muchos casos ponen en peligro su propia supervivencia. Por otra parte, y por razones de conocimientos de la dirección, suelen darse sesgos de especialización que condicionan la actuación. Unido a razones internas, se encuentra que a causas externas, como la excesiva vulnerabilidad a la coyuntura, las políticas gubernamentales, etcétera, hacen que se incremente el riesgo económico en razón inversa a la dimensión de la empresa (23).

Unido a esta diferenciación del riesgo económico en función del tamaño debemos reconocer, como se ampliará al desarrollar el coste del capital

(20) Stephen H. Archer and Charles D. D'Ambrosio: "Business Finance: Theory and management". Op. cit., págs. 241 y 286.

(21) El análisis del beneficio con relación al tamaño indica una correlación negativa en algunos casos, y en otros una no significación estadística, aunque generalmente se admita que existe una mayor dispersión y valores extremos más fuertes en las pequeñas y medianas empresas. "Las grandes empresas tienen relativamente más pequeñas fluctuaciones en sus índices de beneficios que las pequeñas". J. Samuels and D. J. Smyth: "Profits, variability of profits and firm size". *Económica*, núm. 138, mayo 1968, pág. 133. A resultados similares llegan: M. D. Steckler, "The variability of profitability with size of firm", 1947-1958, *American Statistical Association Journal*, diciembre 1964, pp. 1183-1193.

(22) Vid. Roland I. Robinson: *Financing the dynamic small firm*". Wadsworth Publishing Company Inc. Belmont, California, 1968, pág. 12.

(23) Cfr. Robert W. Darnport: "Financing the small manufacturer in developing countries". McGraw Hill. New York, 1967, págs. 12 y ss.

ajeno, que la empresa pequeña y mediana se encuentra, por razones propias y debido también a la conducta de las instituciones financieras, con un diferente riesgo financiero. Este riesgo financiero variará en función del cociente:

$$\frac{\text{Cargas financieras}}{\text{flujos previstos de cash-flow netos}}$$

De acuerdo con lo anteriormente expuesto, las curvas de costo de capital propio podemos admitir que parten de diferentes orígenes o costes en función del tamaño.

El coste del capital para la empresa viene, como acabamos de indicar, afectado por el tamaño como consecuencia del riesgo que se relaciona con la dimensión. Unido a esta diferenciación que conduce a una mayor exigencia en el índice o tasa de recuperación de ganancias de la pequeña y mediana empresa, se tiene que añadir la menor liquidez en la inversión de la pequeña y mediana empresa, lo que acentúa la exigencia de unas mayores ganancias en razón inversa al tamaño.

Además del problema del riesgo y la liquidez, el tamaño se encuentra influenciado por las deseconomías de escala. Estas deseconomías de escala son consecuencia de varios factores tales como la indivisibilidad de ciertos costes, el poder de demanda frente a las instituciones financieras, etc. Se admite, pues, que el coste de los fondos es función decreciente del volumen del fondo pedido. Aquí, en este punto externo, más que deseconomías—consecuencia de la empresa utilizadora del fondo—éstas se producen en relación al volumen de fondos que la empresa recibe.

Podemos partir de una función del coste del capital propio de la empresa, dependiente de las siguientes variables:

$$K_p = F(R_e, R_f, V_e, M_f, C_r)$$

K_p = Coste de capital propio, medido por el índice de recuperación.

R_e = Riesgo económico de la empresa.

M_f = Mercados financieros, con sus posibilidades y limitaciones.

R_f = Riesgo financiero.

V_e = Volumen de emisión de los fondos pedidos.

C_r = Ritmo de crecimiento de las necesidades de fondos.

Si suponemos un riesgo económico y financiero dado, podemos partir de un índice base de recuperación K_p y contrasta cómo los costes de emisión van a decrecer en función del volumen de emisión V_e , es decir (24):

$$\frac{\partial K_p}{\partial V_e} < 0$$

Si bien desde la consideración de los gastos o costes de emisión se admitía una correlación inversa con la dimensión, partiendo de los mercados financieros, podemos admitir cuatro situaciones diferentes que se pueden considerar correlacionadas entre sí. Estas situaciones se pueden concretar, en primer lugar, en el hecho de que si bien desde la consideración del riesgo y de la liquidez la propiedad pudiera exigir mayor índice de garantías o de recuperación a sus inversiones, dado que en la mayoría de los casos la inversión en la empresa lleva unida la posesión de la dirección; esta propiedad plantea un nivel de exigencias de ganancias inferior al que pudiera exigir a una inversión sustitutiva que no aportara la posibilidad de dirección. A partir del planteamiento anterior, se puede ver en la pequeña empresa no sólo una inversión, sino un empleo (la dirección). Por estos hechos podemos partir de una curva de coste de capital propio con una ordenada en el origen idéntica o inferior a la de la gran empresa.

En caso de necesidades de fondos propios de la empresa, la sucesión de fuentes empieza por la utilización máxima de la autofinanciación de la empresa (25). Esta política puede plantearse sin exigencias de variaciones de las tasas de ganancias e incluso en algunos casos, con tasas inferiores.

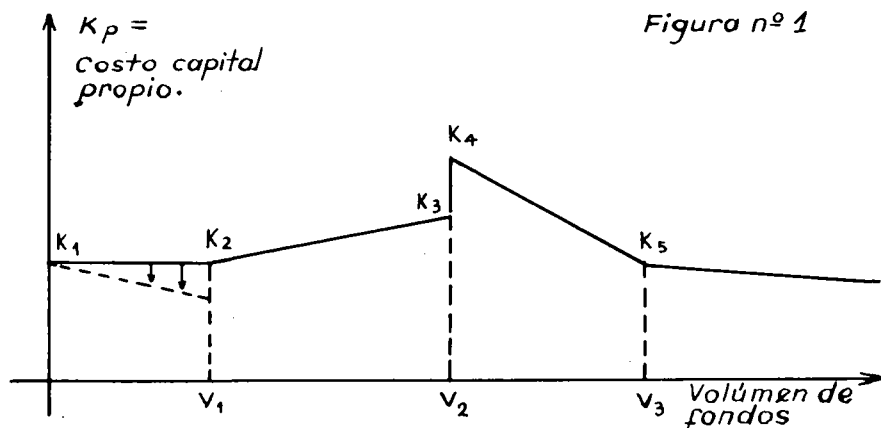
Una vez utilizada esta fuente de financiación se encuentra la pequeña y mediana empresa con la necesidad de acudir al ahorro de los propietarios. Estos exigirán por su no consumo cada vez una mayor compensación. Muy unido al ahorro de la propiedad se encuentra el de la familia, que hoy se puede suponer exige mayor remuneración en función inversa a la relación con la propiedad actual de la empresa. Una vez cubiertas

(24) Por costes de emisión entendemos el conjunto de los gastos de lanzamiento, realización (fiscales, mercantiles, etc.) y colocación de toda ampliación de capital. La razón de su afectación por el volumen de la emisión, se debe al factor de indivisibilidad de algunos de sus componentes.

(25) Esta política de autofinanciación se ve forzada por el interés de la propiedad a la reinversión, debido a causas fiscales o a la necesidad, dada la escasez de medios con que se encuentra la pequeña y mediana empresa. Para un estudio profundo de este punto, véase E. Gutenberg, "Financiación de la empresa". Madrid, ICE, 1972, págs. 249 y ss.

estas fuentes, la empresa tiene la necesidad de acudir a las fuentes externas, propiamente dichas, de capital riesgo.

Hay que pensar, como lógica consecuencia de lo que acabamos de exponer, que el costo del capital propio como variable dependiente del tamaño adoptará la siguiente forma (26), en el caso de las necesidades anuales.



K_1 = Tasa de recuperación que exige el propietario- director.

$K_1 - K_2$ = Coste oportuno que se utiliza para los fondos generados por la empresa.

$K_3 - K_4$ = Costo de capital de la utilización del ahorro de los propietarios y familia.

Como consecuencia de la necesidad, de petición de capital al ahorrador o institución ajena a la empresa, se produce un fuerte incremento, algunos autores hablan de discontinuidad, en el coste de capital $K_3 - K_4$, lógica consecuencia del mayor riesgo y menor liquidez que la inversión plantea al ahorrador. Este costo de capital disminuye como fruto del volumen demandado, $K_4 - K_5$, dado que es de suponer que el incremento de tamaño produce disminución del riesgo, unido al efecto que el volumen tiene sobre los gastos de emisión.

El costo de capital se puede considerar que se estabiliza a partir de un

(26) Para un contraste de este planteamiento puede verse el trabajo de Eugene F. Brigham y Keith V. Smith: "The cost of capital to the small firm" (Eugene F. Brigham, R. Bruce Ricks: "Reading essentials of managerial finance". Holt Rinehart and Winston Inc., New York, 1968), págs. 161 y ss.

volumen dado, V_3 . Esta estabilización se mantiene porque hemos supuesto en este análisis que el riesgo financiero se mantiene constante.

De lo anterior se deduce que podemos admitir:

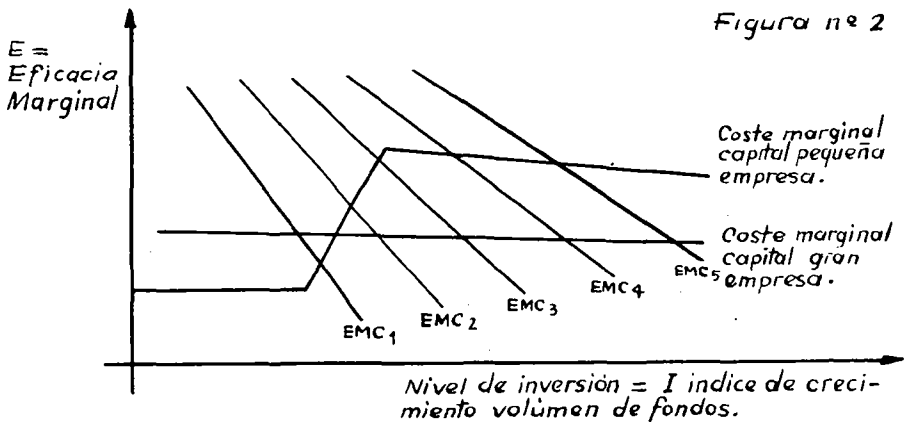
$$\frac{\partial K_p}{\partial V_e} \leq 0 ; \text{ para } V_e \leq V_1$$

$$\frac{\partial K_p}{\partial V_e} > 0 ; \text{ para } V_1 < V_e \leq V_2$$

$$\frac{\partial K_p}{\partial V_e} = 0 ; V_e > V_2$$

$$\frac{\partial K_p}{\partial V_e} < 0 ; \text{ para } V_2 < V_e \leq V_3$$

Una vez planteada esta curva de coste de capital propio, es necesario dedicar unas líneas al ritmo de crecimiento de la empresa, dado que el mismo va a forzar e imponer un coste de capital. En el momento presente en que se busca la optimización del proceso de financiación e inversión, parece lógico que se tengan muy en cuenta en los planteamientos esta conducta del crecimiento ante el coste de capital propio, como puede verse en el siguiente gráfico (27):

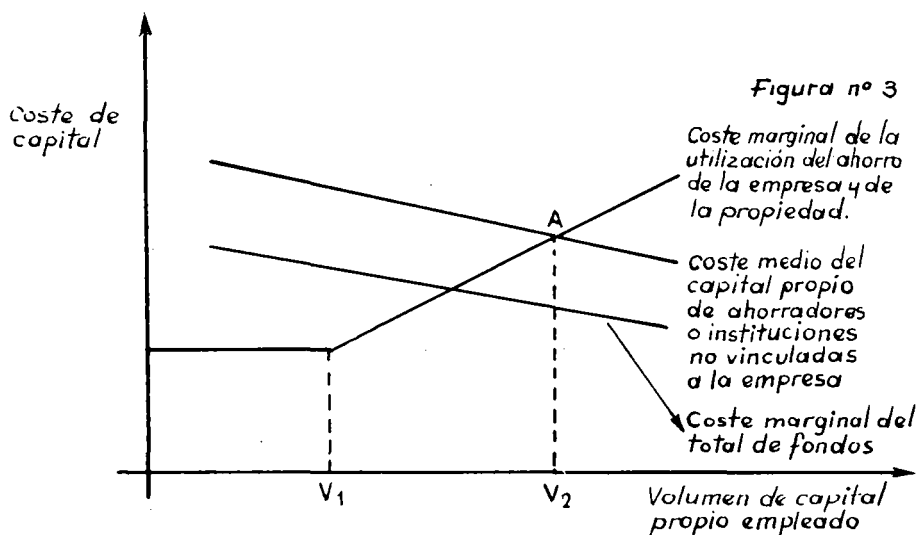


E. M. C. = son las curvas de rendimiento interno (28) de alternativas de inversión.

(27) E. Brigham y K. V. Smith, op. cit., pág. 171.

(28) Si admitimos que E. M. C. es una función del volumen de inversión de los diferentes proyectos, es lógico pensar en su forma decreciente y cada vez menos acentuada por incremento de los volúmenes de fondos utilizados.

La intersección de ambas curvas se debe de plantear en la búsqueda de la inversión óptima (29). No obstante, puede verse cómo afecta de una forma diferente a la empresa en función del tamaño. La curva de coste de capital propio tiene una cota máxima que corresponde al instante de la utilización del ahorro que pudiéramos llamar no relacionado directamente con la empresa. Este momento de la utilización del capital propio externo a la empresa viene dado por el punto A que recogemos en el siguiente gráfico:



Este punto de intersección corresponderá con el momento de utilización de las fuentes de capital propio no vinculadas a la empresa (30), dado que se produce el mínimo de coste de la financiación.

(29) En el estudio de estas consideraciones de la inversión y la financiación, pueden verse los trabajos clásicos de Erich Schneider, "Teoría de la inversión-cálculo económico". Edit. El Ateneo, Buenos Aires, 1970, págs. 77-81. Pierre Masse: "La elección de las inversiones". Sagitario, Barcelona, 1963, o algunos de los modelos que recientemente se han desarrollado como los de W. T. Carleton, "An analytical model for long range financial planning". Journal Finance, mayo 1970, páginas 291-315. J. M. Vergé: "Un modèle séquentiel de financement optimal, a long terme dans l'entreprise". Rev. Economique. París, marzo 1969, núm. 2, páginas 302-336. H. Albach: "El presupuesto de inversión óptima en situación de incertidumbre" (S. G. Echevarría, "Política económica de la empresa". U. de Deusto, Bilbao, 1972), págs. 415-434.

(30) Véase Glenn A. Mumej: "Theory of financial structure". Op. cit., pág. 172.

La intervención de la administración en este modo de financiación debería ser el intento de conseguir, en base a instituciones especializadas u otras fuentes, que el punto de intersección se produzca con el mínimo coste de capital K_0 .

Hasta el momento presente hemos hablado preferentemente del coste del capital propio y su comportamiento en función del volumen de fondos pedidos por la empresa. Este análisis afecta a la dimensión de la empresa en sí, dado que en la pequeña empresa sus demandas de fondos siempre se plantean en volúmenes reducidos.

Habíamos indicado cómo en ese coste de capital influyen una serie de factores entre los que se encontraba el crecimiento (31), riesgo económico y financiero, etc.

Queremos terminar esta parte con una mención al hecho de que, unido al volumen de fondos como factor del coste de capital, sucede igualmente que el índice de crecimiento puede exigir a la empresa la utilización de fuentes externas de capital propio, pudiendo producirse la realidad que recoge en un ejemplo Glenn A. Mumey (32); y que no es sino la confirmación de que cuando el crecimiento obliga a utilizar fondos fuera del ahorro de la empresa, requieren un coste marginal de capital propio superior hasta llegar a un ritmo de crecimiento tal que conduzca a la utilización de fuentes externas a la empresa que plantean costes marginales decrecientes como se deduce de las figuras números 1 y 2. Hemos podido ver cómo el factor crecimiento debe plantearse dentro de una política de optimización de decisiones financieras, lo que no conduce a la maximización del mismo en muchos casos. Esto es necesario resaltarlo, pues la conducta de muchos hombres de empresa está planteada en el crecimiento como objetivo de su dirección y empresa.

Si después de estas consideraciones teóricas queremos analizar la relación del coste del capital propio y la dimensión en la práctica, nos en-

(31) Con relación al crecimiento no hacemos diferencias en el mismo en función del tamaño, pues lo que se ha comprobado en los estudios empíricos es un crecimiento más disperso y menos moderado en la pequeña y mediana empresa que en la grande.

Cfr. M. Didier: "Croissance et dimension de entreprises", INSEE, París, mayo 1969, págs. 113-137.

— François Fizaine: "Analyse Statistique de la Croissance des Entreprises selon l'âge et la taille". Revue d'Economie Politique. Julio-agosto 1968, núm. 4, páginas 606-620.

— S. Hymer y P. Pashiagian: "Firm size and rate of growth". The Journal of Political Economy, 1962, núm. 6, págs. 556-69.

— Alvaro Cuervo: "La estructura financiera de la empresa y sus factores determinantes". Tesis doctoral. Madrid, 1971, pág. 699.

(32) Glenn A. Mumey: Op. cit., pág. 166.

contramos con el hecho de que, dada la dificultad de medición del costo del capital propio por la falta, muchas veces, de una cotización en el mercado, de una historia de dividendos, de otros datos, etc., no se han realizado estudios de comparación de costes con relación a un "ranking" de tamaños.

En los trabajos realizados (33) no parece se haya encontrado un soporte estadístico para la hipótesis de que el tamaño de la empresa tenga un importante impacto sobre el costo del capital propio, aunque sí una significativa relación.

3.2. COSTO DEL CAPITAL AJENO: ANÁLISIS DE LA INFLUENCIA DE LA DIMENSIÓN

Al igual que en el estudio del capital propio, en el capital ajeno existe un comportamiento de la dimensión que influye en el costo del capital de la empresa, como consecuencia del tamaño de ésta y del volumen de fondos pedidos. Sin duda, esta influencia afecta en algunas partidas al volumen pedido, y en otras es consecuencia del riesgo que se plantea unido al tamaño.

En primer lugar, las causas de esta correlación negativa entre tamaño y costo de capital ajeno son debidas a que la empresa pequeña con idéntica estructura financiera que la grande tiene—como se ha indicado—un mayor riesgo y como consecuencia de este mayor riesgo se exige un mayor tipo de interés o prima del riesgo. Como consecuencia de la rigidez del

(33) Stephen M. Archer y Le Roy G. Faerber: "Firm size and the cost of externally secured equity capital". *The Journal of Finance*. Marzo 1966, págs. 69-83. El modelo de análisis usado por estos autores fue de regresión múltiple. Cuyas ecuaciones de regresión son:

$$C_1 = \alpha + \beta_1 \text{ Log } S + \beta_2 \text{ Log } I + \beta_3 D + \beta_4 L + \beta_5 \text{ Log } A + \beta_6 V + \epsilon$$

$$C_2 = \alpha + \beta_1 \text{ Log } S + \beta_2 \text{ Log } I + \beta_3 D + \beta_4 L + \beta_5 \text{ Log } A + \beta_6 V + \beta_7 G + \epsilon$$

S = tamaño de la empresa.

I = tamaño de la ampliación.

L = "leverage".

D = el Dow-Jones. Promedio sectorial de interés del inversor en el mercado.

A = edad de la empresa.

V = coeficiente de variación de ganancias pasadas.

G = Crecimiento de las ganancias.

ϵ = error.

Este modelo explica el 46,66 % de la variación del costo. Sólo el tamaño de la empresa y de la cuantía de petición de fondos explica el 44,69 %.

interés se le suele exigir a la empresa pequeña, en muchos casos, avales, seguros u otro tipo de garantías que encarecen la operación (34) e intentan recoger el coste del riesgo.

En segundo lugar, se puede indicar que en los préstamos o empréstitos se incluyen una serie de costes fijos que para pequeños volúmenes de fondos incrementan sus costes. Finalmente, la empresa pequeña tiene menos posibilidades de elección, por lo que no obtiene siempre el más bajo coste posible.

Las entidades financieras suelen también justificar en algunos casos un mayor coste por los problemas de seguimiento de la operación; que suelen encarecerla, dado su volumen, al ser estos gastos en algunas partidas fijos, y en otras, dada la falta de información de la pequeña empresa, inversamente proporcional al tamaño (35).

Este coste se verá también, al igual que para el capital propio, afectado en parte por el crecimiento, en cuanto que diferentes índices de crecimiento afectan al endeudamiento, pues a crecimientos rápidos la tasa de autofinanciación disminuye en favor de incrementos de endeudamiento, lo que puede afectar, como hemos visto, al riesgo financiero y por lo tanto al coste del capital ajeno.

Una vez planteada esta introducción al coste del capital ajeno y su posible relación con el tamaño o dimensión de la empresa, nos parece necesario que se efectúe el desarrollo analítico, para terminar con unas consideraciones sobre el comportamiento observado de la influencia de la dimensión sobre el coste del capital ajeno.

Previo al análisis de la influencia de la dimensión sobre el coste de capital ajeno, tenemos que recordar que las posibilidades de financiación ajena de una empresa dependen de los factores del tipo de interés bruto (36) y del riesgo de la operación y de la empresa prestataria. De acuerdo con el planteamiento precedente, se nos hace ver que la diferencia de costes del capital ajeno entre empresas de diferentes tamaños, no obedece a razones de costes en sí, como consecuencia del factor indivisibilidad de algunos de sus componentes o a razones de utilización parcial de los diferentes mercados de los fondos prestables, sino que además, y como

(34) Cfr. Eugene F. Brigham: "The cost of capital to the small firm". Op. cit., pág. 107.

(35) Roland I. Robinson: "Financing the dynamic small firm". Walsworth Publishing Co. Belmont, California, 1966, pág. 55.

(36) Por interés bruto entendemos el coste de los medios. Este interés depende, preferentemente, de las disponibilidades del prestamista, alternativas de financiación, costes de los fondos y de la política monetaria y fiscal en que se encuentra inmersa la entidad financiera.

primera razón, se debe a la consideración de los diferentes riesgos de la empresa como consecuencia de sus tamaños.

Al igual que para el capital propio, para el capital ajeno podemos partir de la siguiente función de coste:

$$K_a = F(R_e, R_f, V_p, M_f, C_f).$$

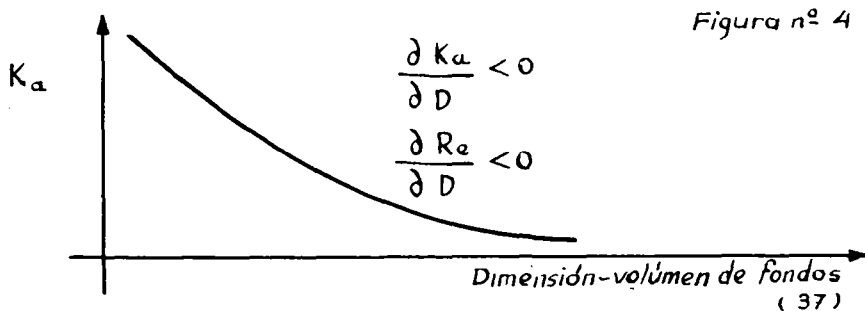
K_a = Coste del capital ajeno, medido por la tasa de actualización que iguala las entradas a las salidas debidas a la petición de fondos.

V_p = Volumen de fondos pedidos.

D = Dimensión de la empresa. (Se recoge como variable que influye indirectamente a través de: R_e, R_f, V_p, M_f en el coste de capital ajeno). (Los símbolos restantes son los recogidos al hablar del capital propio.)

Para un riesgo financiero dado, se puede ver que la dimensión o tamaño afecta inversamente al riesgo económico, como hemos constatado. Por otra parte, el volumen de fondos afecta en sí al coste debido a la indivisibilidad de muchos de sus componentes. Por último, los mercados financieros se ven afectados por la dimensión de la empresa, debido a que el poder utilizar todos los mercados potenciales requiere un volumen mínimo de fondos. Al no poder utilizar todas las fuentes posibles de financiación, la pequeña y mediana empresa va a plantear sesgo en sus combinaciones posibles de estructura de capital.

De todo lo anterior puede plantearse un costo del capital ajeno decreciente en función del tamaño de la empresa y volumen demandado de fondos.

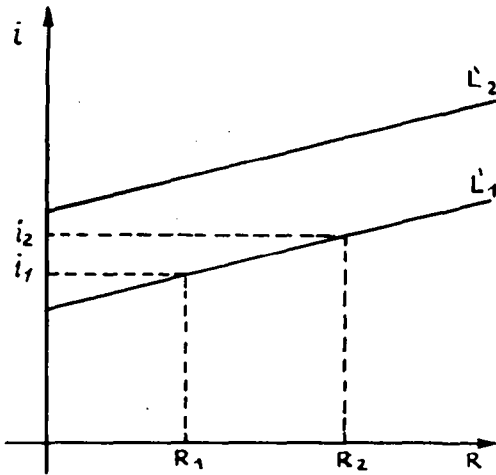


(37) Dada la relación de la dimensión con K_a y con R_e , se puede admitir que $\frac{\partial^2 K_a}{\partial D^2} > 0$; $\frac{\partial^2 R_e}{\partial D^2} > 0$; con límite = 0.

Finalmente, el crecimiento afecta al coste dado que, al igual que cuando hemos hablado del capital propio, el mismo puede exigir la necesidad de un incremento de medios que fuerce a una combinación de financiación no óptima. Es por ello necesario plantear no sólo el comportamiento del coste en función del tamaño, sino que hemos visto cómo el crecimiento puede afectar al mismo, con un impacto quizás con idéntico peso al resto de los factores.

E. M. Lerner y W. T. Carleton (39) recogen estas consideraciones de una forma gráfica al determinar la proyección de las variables de que depende el capital ajeno, que la empresa demanda.

Figura nº 5



$$L' = \frac{I}{L} \cdot \frac{dL}{dt}$$

L' = es un índice del flujo de préstamo por unidad de tiempo que las prestamistas están dispuestas a dar.

i = tipo de interés

R = medida del riesgo ($R_e + R_f$)

$$L' = F(i, R)$$

$$\frac{\partial L'}{\partial i} = f_2 > 0; \quad \frac{\partial L'}{\partial R} = f_2 < 0$$

Si se aumenta el tipo de interés las entidades financieras no estarán dispuestas a dar más allá del riesgo que en la curva L'_1 se corresponda al tipo de interés (véase el ejemplo del paso de i_1 a i_2). La curva L'_2 recoge el hecho de las políticas restrictivas de crédito y sus efectos sobre la financiación de la empresa. Sus consecuencias son fácilmente deducibles.

El planteamiento anterior se completa con el análisis del factor riesgo. El riesgo de la empresa lo hemos dividido en dos: riesgo económico y riesgo financiero. El riesgo económico se ha considerado integrado por dos componentes básicos, como hemos indicado, las expectativas de beneficios con sus coeficientes de variación y la "habilidad" de la dirección. Vemos que en la demanda de fondos se juega con dos variables, para un riesgo

(39) Eugene M. Lerner, Williard T. Carleton: "A theory of financial analysis". Harcourt, Brace of World Inc. New York, 1966, pág. 157.

financiero dado. Estas variables corresponden al K_a , coste de capital ajeno, y al riesgo económico de la empresa (40). Si, por otro lado, se ve que en el comportamiento de las entidades financieras clásicas, Banca, Cajas, etc., además de la rentabilidad, e incluso preferentemente, tienen en cuenta la seguridad, parece deducirse que la política de apoyo financiero a la pequeña y mediana empresa, más que basada en tipos diferenciales de interés o en facilitar fondos especiales a la misma, debe de plantearse cara a la reducción del riesgo económico de la misma. Es por lo que los planteamientos de las mutuas de garantía u otra forma de intento de reducción del riesgo, quizá sea la política que dé los mejores y más amplios frutos ante el problema financiero de las empresas de reducida dimensión.

Si hemos planteado hasta el momento el análisis del coste de capital propio y ajena supuesto un riesgo financiero dado, podemos abordar el final de este trabajo, con la inclusión del mismo, para dar una visión total de la influencia de la dimensión en la financiación de la empresa.

4. ESTRUCTURA FINANCIERA Y DIMENSION

Hasta el momento hemos estudiado el coste de capital sin la consideración del riesgo financiero. El análisis del riesgo financiero lo vamos a realizar desde el estudio de la posible cuantificación o medida del riesgo, teniendo en cuenta por qué la dimensión puede afectar al mismo.

El análisis de la correlación inversa entre dimensión y riesgo financiero debe de plantearse a tenor de la política de financiación seguida por la empresa de dimensión reducida.

Al hablar del coste del capital ajeno se habla de un equilibrio o relación entre el coste del crédito (41) y el riesgo financiero unido al crédito. Podríamos razonar de forma inversa al indicar que ante un coste crediticio dado, los intermediarios intentan minimizar el riesgo financiero de las operaciones. Parece, pues, que la base de una teoría crediticia está en la cuantificación y análisis de los factores del riesgo financiero, dado que se puede considerar éste el fenómeno clave condicionante de la política crediticia.

El riesgo financiero de la empresa surge unido a la estructura de ca-

(40) Repetimos que no estamos considerando el riesgo financiero dado que será objeto de tratamiento especial en el próximo apartado.

(41) Dentro del coste del crédito la banca incluye dos conceptos: el coste del dinero y el coste del servicio.

pital de la misma y se puede considerar unido a la capacidad de la empresa para atender en todo momento a sus compromisos financieros. Este análisis requiere la necesidad de precisar la cuantificación de este riesgo, así como de los factores que le influyen.

Es generalmente admitida la existencia de una diferencia en la utilización de medios como consecuencia de la dimensión. Dentro del patrón de la financiación de la pequeña y mediana empresa, se encuentran las características siguientes: falta de capital propio, imposibilidad de emitir obligaciones y dificultad de acceso al crédito a medio y largo plazo.

Las características de las pequeñas y medianas empresas hacen de los fondos propios la fuente idónea de financiación (42). Esta fuente de financiación, de hecho está limitada a la capacidad de autofinanciación y al ahorro de la propiedad actual de la empresa, dado que es desconocido (43) para estas empresas el mercado de valores por razones de capacidad económica, de naturaleza jurídica, de situación de control, de costos, liquidez, etc.

Las empresas pequeñas y medianas tienen su fuente de financiación ajena principalmente en el crédito a corto plazo —crédito comercial— utilizado muchas veces en la financiación de inversiones no a corto plazo, por lo que su estructura financiera se puede considerar muy vulnerable al impacto de la política monetaria y de crédito. Es difícil evaluar dicho impacto en forma cuantitativa. Por otro lado, no existe unanimidad en la consideración de los efectos de la política monetaria y crediticia sobre el riesgo financiero de estas empresas. Para algunos autores las políticas monetarias y crediticias afectan muy sensiblemente a la pequeña y mediana empresa, en comparación con la grande (44). No obstante, si bien puede partirse del hecho de que el racionamiento del crédito favorece a la gran empresa, "una investigación más completa que considere el impacto de los controles monetarios sobre los grupos de empresas estratificados por dimensión,

(42) Cfr. Robert A. Weaver: "Equity financing for the small firm". Harvard Business Review, vol. 34, núm. 2, marzo-abril 1956.

(43) Este desconocimiento del mercado de valores, en la parte de emisión de empréstitos, puede tener una solución por medio de las agrupaciones profesionales para el lanzamiento de empréstitos. Vid. Gaston Defossé: "Les groupements professionnels pour le lancement d'emprunts obligatoires". Le Crédit Mutuel. Dunod, París, 1966, págs. 471 y ss.

(44) Charles H. Schmidt: "Analyzing the effects of business size on sources and uses of funds". Conference on Research in Business Finance. National Bureau of Economic Research Inc. New York, 1952, pág. 37. Al hablar del impacto de la política monetaria y crediticia del Gobierno indica: "Las grandes compañías dependen menos del crédito bancario y están más capacitadas para financiar su circulante en fuentes alternativas, por lo que están menos afectadas por tales políticas". Recogen estudios empíricos sobre el tema de indudable interés.

muestra que las empresas mayores redistribuyen el crédito total otorgado por los bancos y las instituciones financieras" (45). Por otro lado, no puede olvidarse el hecho de que a la gran empresa no le es difícil obtener fondos no bancarios. En situaciones de restricciones monetarias, si bien la gran empresa puede actuar a modo de colchón financiero y atenuar los efectos de las políticas monetarias y crediticias, no se puede descartar el hecho de que se utilice esta acción para presionar sobre las compras o las ventas.

Unido a estos hechos tenemos que a la empresa pequeña y mediana además de la falta de capital "riesgo" se encuentra con la dificultad de acceso al crédito a medio y largo plazo. Las dificultades de financiación por crédito a medio y largo plazo de la pequeña y mediana empresa, son consecuencias de la falta de garantías reales a ofrecer (como pagos del posible mayor riesgo), de la falta de "compensaciones" a ofrecer a las entidades financieras. Además, la dimensión en sí puede pensarse que influye en la actitud de los Bancos. Esta actitud del sistema bancario puede ser consecuencia de razones económico-financieras, como se ha indicado, o de la existencia de defectos en el sistema bancario y crediticio ante el fomento y desarrollo de la pequeña y mediana empresa.

Puede pues pensarse, aparte de las razones que nacen en el diferente riesgo económico y financiero en función del tamaño, que existe la conducta de los mercados y de las instituciones financieras — M_i —, en cuanto que diferencian en contra de financiación a la pequeña empresa, como indican P. Hunt, G. H. Williams y G. Donaldson (47) cuando escriben que "determinadas variaciones en el patrón normal de financiación de negocios pueden estar radicadas en el tamaño y la edad de la unidad económica".

Las consideraciones que hemos realizado sobre la financiación de la pequeña y mediana empresa, son concordantes con los resultados empíricos que hemos obtenido en nuestra investigación sobre la estructura financiera de la empresa española (48). De acuerdo con lo anteriormente

(45) Allan M. Metzger: "Crédito mercantil, política monetaria y dimensión de las empresas" (J. Weston D. Woods, "Teoría de la financiación de la empresa". Gustavo Gili, Barcelona, 1970), pág. 522.

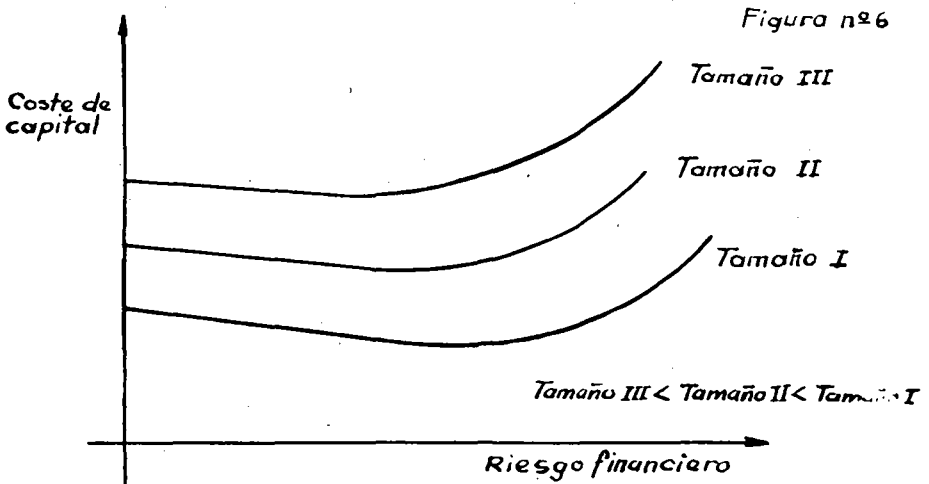
(46) Cfr. R. Acosta España: "Los problemas financieros y crediticios de la pequeña y mediana empresa". Jornadas sobre la P. M. E., Madrid, noviembre 1970, páginas 18-19.

— Cfr. M. G. Ardent, J. Tisser y Varios: "La financement des petites et moyennes entreprises". I. de Administration des entreprises. Rennes, 1956.

(47) P. Hunt, G. W. Williams y G. Donaldson: "Financiación básica de los negocios". CECSA. México, 1961, pág. 550.

(48) Alvaro Cuervo: "La estructura financiera y sus factores determinantes", op. cit., págs. 699 y ss.

indicado, podemos admitir que la curva de coste de capital parte de unos costos que además de recoger el riesgo económico recogen el riesgo del tamaño en sí, que nace como consecuencia de la conducta de los intermediarios financieros. Estos hechos, ante el riesgo financiero, pudieran plantearse gráficamente como sigue:



De hecho debemos hablar de una diferente curva de coste, en función del tamaño, ante el riesgo financiero, más que de diferentes posiciones sobre la misma curva de coste en función del tamaño.

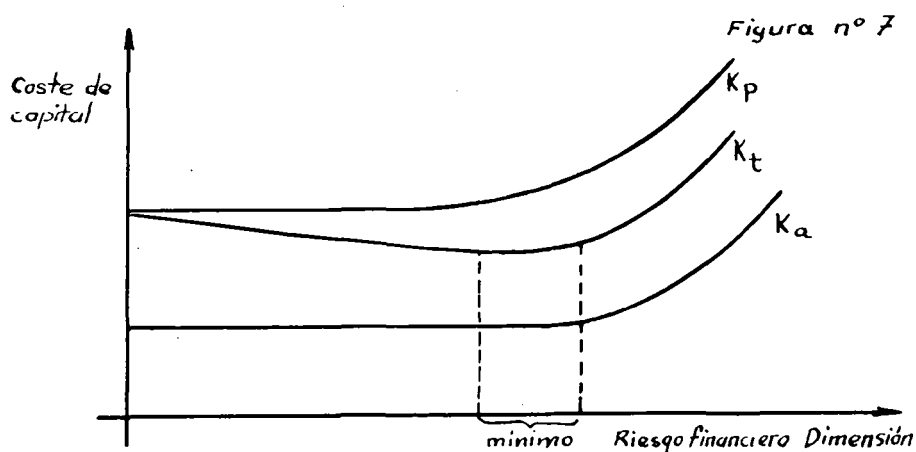
Estas curvas, en base al contraste empírico, las podemos admitir con costes mínimos, los cuales exigen cada vez menor riesgo como consecuencia de la reducción en el tamaño, dado que en los planteamientos clásicos el riesgo financiero se mide por la relación

$$\frac{\text{capital ajeno}}{\text{capital propio}}$$

lo anterior parece reportar una exigencia de mayor capital propio en función inversa al tamaño para obtener el mínimo de la curva de coste de capital.

Estas afirmaciones conducen a que la política financiera de la empresa no sólo debe tener en cuenta las diferentes dimensiones empresariales, sino que debe plantearse en base a una dimensión, teniendo en cuenta el

riesgo económico, y al introducir el riesgo financiero se puede ver su desenvolvimiento como agregación o suma de las dos curvas de costes: capital propio y ajeno, sin olvidar la interrelación existente entre las mismas. De acuerdo con lo indicado en los apartados precedentes, podemos admitir unas curvas de coste de capital, como sigue (49):



Seguimos admitiendo la existencia de las curvas clásicas de coste de capital con su óptimo para las pequeñas y medianas empresas con las siguientes características diferenciadoras:

Parece confirmarse en base al planteamiento anterior la existencia de unas curvas de coste de capital para cada "ranking" de tamaños. Estas curvas se plantean como un diferencia en función del tamaño que se resume en: Mayor ordenada en el origen y un desenvolvimiento de la curva con un crecimiento cada vez más cerca de origen en función inversa al tamaño (figura núm. 6).

Unida a la diferenciación de estas curvas por el tamaño, tenemos que, como hemos planteado en el desarrollo de la curva de capital, además de la dimensión influye en estas curvas el ritmo de crecimiento de la empresa. En el capital ajeno es admitido que, para un riesgo financiero dado, el incremento de las necesidades de capital ajeno plantea una disminución de los costes medios por unidad de dicho capital en razón directa con el volumen demandado.

(49) Sobre este punto puede verse E. Gutenberg: "Financiación de la empresa", op. cit., págs. 241-247.

Este postulado se plantea con la base de mantenimiento del riesgo financiero, lo que lleva a unas necesidades de capital propio surgen, además, por las limitaciones de fuentes de las empresas de reducida dimensión. Recogiendo el efecto del coste del capital propio, el crecimiento influye en las curvas de coste, dado que se pueden admitir diferentes curvas en base a los ritmos de crecimiento con las características siguientes:

a) Para crecimientos lentos podemos admitir que al ser suficiente la autofinanciación para cubrir las necesidades de fondos, se parte de la existencia de curvas de coste de capital reducido que se incrementarán en función del crecimiento y de la necesidad de capital.

b) Se pueden ver que existen unos ritmos de crecimiento que, como hemos dejado ver en el apartado de coste de capital propio, maximizan el coste de los fondos. A partir de tasas mayores de crecimiento, el coste de los capitales disminuye, como consecuencia de las razones de diversificación de riesgo e indivisibilidad de los costes. De lo anterior se deduce una política de inversión muy unida a la combinación óptima de fondos, dentro de un crecimiento óptimo en base a razones financieras.

El análisis de la relación entre dimensión de la empresa y financiación se ha efectuado de una forma indirecta, a través de las variables que estimamos afectan a la política financiera: riesgo económico, riesgo financiero, volumen de fondos pedidos y mercados financieros con sus posibilidades y limitaciones.

Con este planteamiento hemos querido dejar constancia de que nos es relevante la dimensión —en sí misma— ante la financiación, sino como consecuencia de la relación que hemos obtenido entre el tamaño y los factores anteriormente mencionados. Este comportamiento lo podemos ver en:

- a) Existencia de una relación inversa entre dimensión y riesgo económico y financiero, lo que afecta a la financiación por la vinculación directa de riesgo y coste de capital.
- b) El volumen de los fondos pedidos está correlacionado positivamente con la dimensión y negativamente con el coste de capital, como consecuencia de los factores indivisibles de coste.
- c) Por último, los mercados financieros pueden afectar la dimensión por la imposibilidad de acceso de las empresas de reducido tamaño a algunos de ellos y por el hecho de la conducta de los mismos hacia la empresa en función de la dimensión. Esta realidad condiciona la búsqueda de la estructura óptima de capital.

Esperamos que el trabajo haya servido para intentar plantear una política financiera que recoja los efectos del factor tamaño de una forma racional y analítica.

Sólo nos resta indicar que se ha pretendido tratar este viejo tema de la financiación de la pequeña y mediana empresa, huyendo del enfoque tradicional (descripción de problemas y peticiones), en busca de una teoría que nos dé unas razones a la conducta de la política financiera de la empresa y la administración.

