

EMPRESARIOS Y EMPRESAS BENEFICIARIOS DE AVAL DE SGR. UNA CARACTERIZACIÓN

ANTONIO GARCÍA TABUENCA

FERNANDO J. CRECENTE ROMERO

Instituto Universitario de
Análisis Económico (SERVILAB)
Universidad de Alcalá

A partir de la existencia de restricciones e imperfecciones en los mercados, en ocasiones las administraciones públicas emplean sistemas de garantías para facilitar a las empresas el acceso al crédito. Las restricciones afectan a la toma de decisiones financieras derivadas de la existencia de costes de agencia, información asimétrica, condicionamientos de

los intermediarios e incidencia de la composición del capital y de los incentivos en la estructura financiera de la empresa. Entre los autores que han analizado este problema pueden citarse: Jensen y Meckling (1976), Leland y Pyle (1977), Greenwald, Stiglitz y Weiss (1984), Hellwig (1991), La Porta et al. (1999), De Miguel y Pindado (2001) y Grosman y Hart (1982).

Las imperfecciones obstaculizan la competencia de las empresas en igualdad de condiciones por razón de su dimensión (Brewer *et al.*, (1996) y Salas (1996)). De tal manera que las de menor tamaño se ven perjudicadas por la existencia de externalidades negativas que dificultan el acceso al crédito y encarecen el coste de sus recursos de capital y las hacen menos competitivas (Vogel y Adams, 1997). Por otra parte, el orden de preferencia en la elección de las fuentes financieras por las empresas (Myers y Majluf, 1984) está en íntima relación con el tamaño empresarial, así como con la edad y la información, por lo que éstas evolucionan a lo largo de un ciclo de crecimiento financiero (Berger y Udell, 1998). Por ello, a menudo, las

empresas más jóvenes y de determinados sectores productivos también son las más necesitadas de apoyo público para obtener garantías colaterales que les facilite el acceso a financiación externa a largo plazo, al menos de origen bancario.

Esta medida de fomento empresarial se justifica si en el comportamiento económico-financiero de las empresas beneficiarias se aprecian incrementos de eficiencia relativos que compense el coste (Caminal, 1995) y si existe confianza en la solvencia del sistema de garantías por parte de las entidades de depósito (Ortega (1990) e Ibáñez (1991)).

METODOLOGÍA Y OBJETIVOS

En este trabajo se examina, para el caso español y en el año 2005, una de las medidas más tradicionales de apoyo a las PYME: la concesión de avales para facilitarles acceso a una mayor y más barata financiación ajena a largo plazo, a través del sistema de garantías

recíprocas. La visión y resultados que se ofrecen parten de la información, opiniones y datos aportados por los propios empresarios beneficiarios de aval, que contestaron a una encuesta específica.

El estudio se enmarca en otro más extenso elaborado por el Instituto Universitario de Análisis Económico y Social (SERVILAB), de la Universidad de Alcalá, que tenía como objetivo medir la eficiencia de las PYME que acceden al crédito a largo plazo utilizando el sistema de garantías recíprocas, en términos de rentabilidad económica, rentabilidad financiera y productividad (1). Dentro de éste se realizó una encuesta a empresarios que se habían beneficiado de algún aval concedido por la SGR. Para ello se dispuso de la base de datos de la Compañía Española de Reafianzamiento, S.A. (CERSA), que contiene las operaciones de aval realizadas por las sociedades de garantía recíprocas españolas a sociedades mercantiles -anónimas, limitadas y cooperativas- con riesgo vivo a 31/12/2003.

Esta base CERSA contiene 16.470 operaciones de avales financieros, de las que existe información completa para 7.649 empresas, que, a su vez, se hallan dentro de la base SABI (2), la cual sirve de base general de referencia y control. Se eliminaron los registros que tuvieran avales anteriores a 1997, los que poseían avales de carácter técnico, y aquellos a los que se les concedió el aval en el año 2003, por considerar que las respuestas de los que han obtenido el aval más recientemente no serían suficientemente explicativas. De este nuevo conjunto de 7.649 empresas se seleccionó una muestra aleatoria de 1.242 empresas, mediante muestreo estratificado con fijación proporcional, con tres factores de estratificación del universo (tamaño medido por número de trabajadores, ramas de actividad agrupadas en siete grupos y distribución de las empresas por comunidades autónomas).

Desde la perspectiva regional, en la muestra se hallan incluidas empresas de todas las comunidades autónomas; sin embargo, la representación se corresponde con la capacidad efectiva de cada SGR. Por ello, sobresale la Comunidad Valenciana que aporta casi la tercera parte de las PYME españolas que se benefician de este apoyo financiero, seguida, por este orden, de las Comunidades del País Vasco, Castilla y León, Murcia, Andalucía, Galicia y Madrid. Y desde la óptica sectorial, las PYME industriales de manufactura tradicional suponen aproximadamente también la tercera parte del total de empresas beneficiarias, seguidas de las que operan en servicios (no comerciales), manufacturas intermedias y avanzadas, comercio y construcción.

De la muestra, en el trabajo de campo, llevado a cabo entre marzo y junio de 2005, se obtuvo res-

puesta completa de un total de 401 empresarios, que se han constituido en los 401 casos de análisis del presente estudio.

Con la información de la encuesta se han realizado dos tipos de análisis, que van combinándose a lo largo del desarrollo del trabajo. De un lado, un análisis descriptivo y de frecuencias con el fin de conocer la tipología de empresarios que acuden a esta forma de financiación, la estructura empresarial con la que cuentan, el esfuerzo tecnológico que realizan, la forma en la que han accedido al aval y el destino que le otorgan. Asimismo para conocer también las opiniones de los usuarios de los avales en relación con las exigencias requeridas por las SGR y las entidades bancarias -coste del aval y posibles contragarantías-, y la valoración global del servicio recibido por las SGR

De otro lado, estos atributos individuales de los empresarios se han relacionado con otras variables principales, tales como las peculiaridades del aval, su coste, el acceso a otras ayudas públicas o la valoración que del sistema SGR y del servicio prestado hacen los empresarios. Para ello se han utilizado técnicas estadísticas multivariantes de dependencias entre variables (AID y Chaid), y de interdependencias, análisis cluster y análisis factorial, que permiten un análisis más riguroso y un refinamiento de los resultados.

En síntesis, los objetivos de este trabajo son:

- a)** Ofrecer una caracterización de los empresarios beneficiarios de avales de SGR.
- b)** Detectar si existen relaciones de dependencia entre los rasgos demográficos de los empresarios-empresas con la naturaleza y el coste de los avales.
- c)** En el caso de que existe relación, identificar cuáles son los factores o motivos explicativos.
- d)** Conocer las valoraciones más significativas que realizan los propios empresarios sobre el sistema SGR, que podrían tener influencia en la mejora del servicio.

El trabajo se presenta en ocho secciones. Las dos primeras se corresponden con la introducción y la metodología y objetivos, que acaban de exponerse. En la tercera sección se ofrece un perfil demográfico de los empresarios y empresas encuestados, la cuarta se refiere a los mecanismos de utilización del sistema SGR, la quinta al coste del servicio de aval. En la sexta sección se explora la valoración que hace el empresario del sistema SGR, y en la séptima la valoración que el mismo hace de otras medidas

de apoyo público distintas del aval. La octava, finalmente, concluye con algunos de los aspectos y resultados más destacados del trabajo.

PERFIL DE EMPRESARIOS Y EMPRESAS ↓

En cuanto a género y edad, la gran mayoría de los empresarios que intentan mejorar su financiación externa recurriendo a SGR son varones –más del 85 por ciento- que tienen entre 40 y 50 años de edad. Aún así, en los tramos de menor edad la presencia de mujeres empresarias es notable, especialmente entre los 20 y 40 años. Resalta que entre 2000 y 2005 se iguala el número de empresarios y empresarias que han iniciado la actividad empresarial y logrado avales de SGR. El año de inicio de la actividad empresarial de este colectivo es bastante coincidente con el general que se obtiene en los estudios de emprendedores en España (G. Tabuenca *et al.*, 2004).

El grado de formación (reglada) alcanzado por estos empresarios es sensiblemente bajo, casi la mitad realizó únicamente estudios primarios o de bachiller, seis puntos porcentuales más que en el caso de la media empresarial. Pero, a su vez, el 40 por ciento de los casos obtuvieron grado universitario o, incluso, realizaron estudios de tercer ciclo: mayoritariamente ingenieros o diplomados y licenciados en empresa y economía. Como es corriente, los estudios de formación profesional han tenido una modesta relevancia. Las mujeres empresarias superan considerablemente en formación reglada a sus colegas varones, especialmente cuando se trata de proyectos empresariales iniciados por motivos de oportunidad (Reynolds *et al.*, 2000).

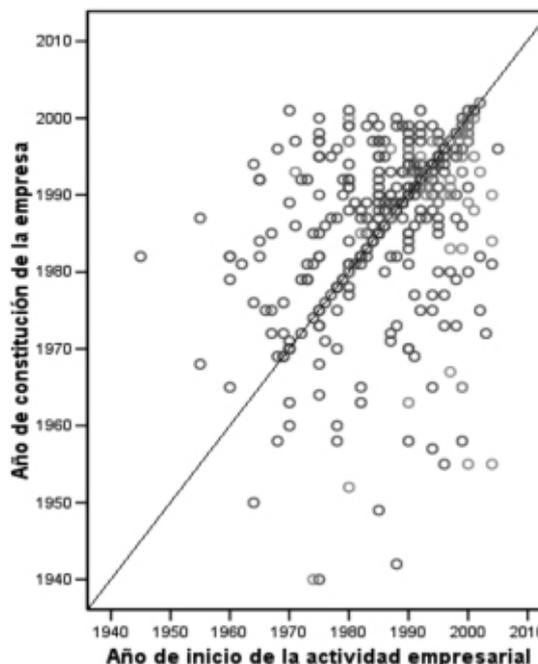
El 60 por ciento del colectivo es incapaz de negociar en otros idiomas distintos del español, dato que también se aleja más de 10 puntos porcentuales de la media empresarial. No obstante, casi un 30 por ciento de los que logran comunicarse comercialmente en otros idiomas lo hacen en lenguas distintas al inglés o francés.

También el 60 por ciento de los empresarios pertenece a una familia con cierta tradición empresarial, lo que confirma que el entorno familiar es uno de los principales determinantes de la oferta de empresarios. Este entorno familiar –más acusado aún en el subconjunto minoritario de las mujeres empresarias- influye notablemente en la orientación del sector o actividad económica de la empresa.

Las empresas con avales de SGR forman un grupo de relativa juventud, ya que tres de cada cuatro se constituyeron en las dos últimas décadas del pasado siglo (gráfico 1). Los datos evidencian que alrededor de

GRÁFICO 1

EDAD DE LA EMPRESA CON RELACIÓN AL AÑO DE INICIO DE LA ACTIVIDAD EMPRESARIAL Y POR GÉNERO



FUENTE:
Elaboración propia.

dos tercios de las empresas fueron creadas por el empresario actual (32.4%) o que éste accedió a una empresa que ya estaba en marcha (31.9%), a menudo de origen familiar. En la otra tercera parte, la edad de la empresa es menor que los años de actividad del empresario, seguramente porque éste tuvo uno o más fracasos empresariales (33.9%).

En general, se trata de un colectivo en el que los empresarios delegan pocas funciones importantes, lo que está asociado a la estructura y control de capital de las Pyme españolas. En ellas, la mayoría de los fondos propios están aportados por un empresario titular (a veces varios socios) al que acompañan con frecuencia diferentes aportaciones de familiares y amigos próximos, raramente de otras fuentes. En concreto, en el 58 por ciento de los casos el control de la empresa se ejerce desde la esfera familiar, lo cual genera un tejido *extensamente* familiar.

Los datos de ventas son bastante coincidentes con los que se han obtenido en otros estudios referidos al global empresarial: cerca de la mitad de las empre-

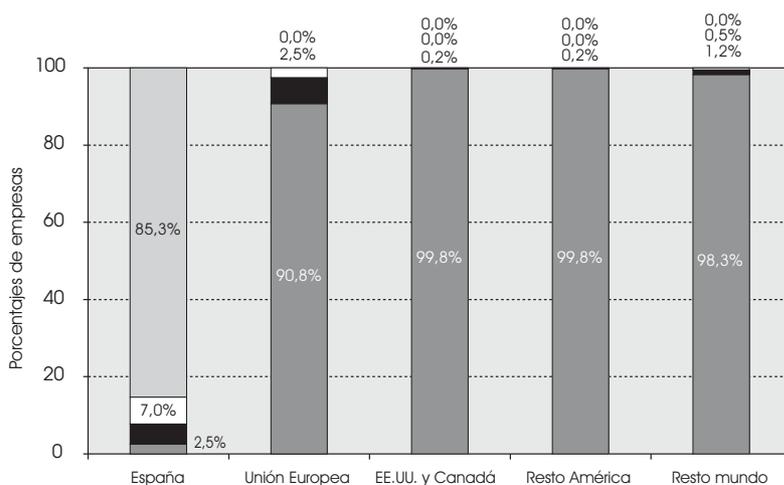


GRÁFICO 2

VENTAS DE LAS EMPRESAS SEGÚN EL DESTINO GEOGRÁFICO (%)

- Menos de 25%
- Entre 25% y 50%
- Entre 51% y 75%
- Más del 75%

FUENTE:
Elaboración propia.

sas facturaron en 2004 entre uno y cinco millones de euros. El mayor refugio de los mercados nacional, principalmente, y europeo, en mucha menor medida, circunscribe los riesgos para competir en otros mercados internacionales, por lo que el destino geográfico de las ventas es esencialmente nacional, y sólo el 7 por ciento consigue llevar al mercado europeo entre el 25 y 50 por ciento de su factura total. No obstante, la mayoría de las empresas logran vender una parte minoritaria de su producción fuera de la UE (gráfico 2).

En materia de personal y contratación laboral se observa que cuanto menor es la dimensión empresarial mayor implicación existe de propietarios y familiares en la plantilla de la empresa y, al mismo tiempo, menor es la contratación de personal asalariado temporal. Las medianas empresas son las que más emplean esta última modalidad, que llega a suponer, en términos medios, más de la tercera parte de sus plantillas. Las pequeñas empresas son las que recurren con mayor frecuencia a la contratación de asalariados fijos. Por otro lado, algo más de la tercera parte de las empresas no cuenta con personal cualificado -ingenieros o licenciados-, aunque una de cada cinco tiene más de cinco titulados. Se observa que cuanto menor es el tamaño de la empresa menor es la posibilidad de poseer personal cualificado.

El colectivo de empresas que se beneficia de aval de SGR es bastante innovador en términos de unidades productivas que realizan esfuerzo de innovación (23 por ciento), aunque dicho esfuerzo, medido en gasto monetario y en recursos de personal dedicado, sólo sería equivalente a los promedios de empresas innovadoras españolas en el tramo de empresas más comprometidas con la I+D (11 por ciento aproxima-

damente del total). Además, siguiendo patrones comunes al resto de Pyme, las empresas que reciben avales utilizan con bastante frecuencia las nuevas tecnologías de información, especialmente orientadas a la actividad comercial. Una tercera parte de las medianas y microempresas realiza compras por Internet, aunque son las de dimensión pequeña las que se erigen en principales vendedoras a través de este mecanismo electrónico.

UTILIZACIÓN DEL SISTEMA SGR ↓

Vía de acceso a una SGR ↓

Dos son las vías principales de acceso de los empresarios a una SGR: por información directa de la propia SGR, que resulta muy operativa para las medianas empresas, y por intermediación de otro empresario que ya recibió servicios de una SGR, que es la más empleada por las microempresas. La publicidad, tanto institucional como en medios de comunicación, tiene una relevancia menor.

Un análisis Chaid permite establecer la relación de esta variable con otras dos variables de perfil demográfico: la edad y los estudios del empresario (figura 1). Por mediación de otro empresario, han acudido el 42.9% de la muestra. No obstante, la edad resulta una variable que ayuda a explicar esta forma de acceso. Entre los empresarios más jóvenes, el porcentaje de acceso por esta vía es más elevado que en el conjunto de la muestra, en torno al 66.7%, a diferencia de los empresarios de mayor edad, en los que se reduce al 25%. A su vez, dentro de ellos, los que cuentan con estudios básicos o de formación profesional presentan el mayor porcentaje de acce-

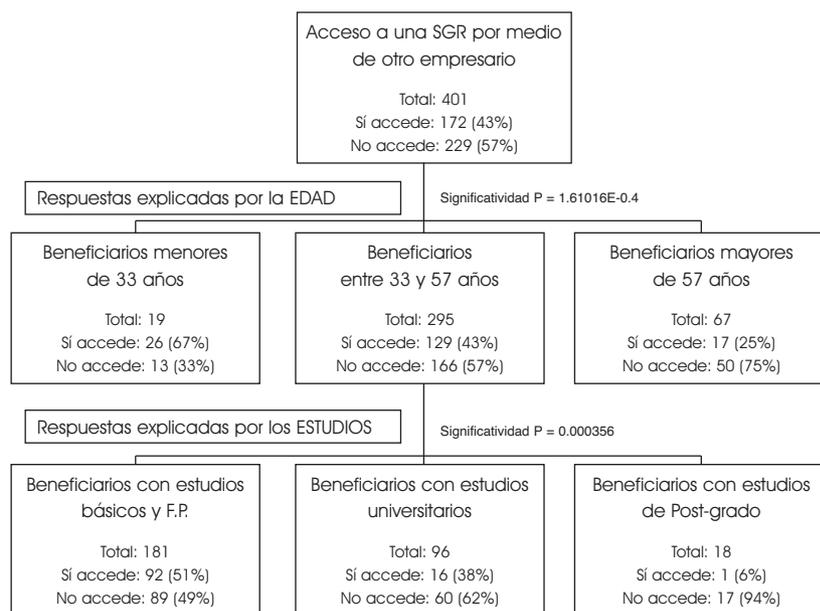


FIGURA 1
ACCESO A UNA SGR POR MEDIACIÓN DE OTRO EMPRESARIO, SEGÚN EDAD Y ESTUDIOS

FUENTE:
 Elaboración propia.

so por esta vía, ya que la mitad han accedido a servicios con la SGR por colaboración o consejos recibidos, mientras que los empresarios con estudios universitarios acabados se encuentran por debajo de la media del subgrupo (37%).

A través de la información directa recibida de la propia SGR accedieron el 46,6% de la muestra. Sin embargo, el acceso por esta vía es mayor cuando se trata de empresarios que son capaces de negociar comercialmente en otros idiomas. Al margen de esta caracterización del empresario, dentro del colectivo que es capaz de negociar en otros idiomas se encuentran diferencias en base al tipo de actividad al que se dedica la empresa. De esta manera, los que disponen de empresas manufactureras de demanda intermedia presentan un mayor porcentaje que el resto, el 79.1%, mientras que por debajo se encuentran los empresarios que se dedican a agricultura, industria extractiva, comercio y servicios, con un 40% de los casos.

Motivo de acceso a una SGR

La razón mayoritaria (tres de cada cuatro) que explica el acceso de los empresarios a una SGR es la necesidad de financiación ajena a largo plazo. También juega un papel, aunque bastante menor, el que las SGR –generalmente– sean entidades apoyadas por las Administraciones Públicas.

El objeto predominante de los avales es la financiación de nuevas inversiones en activos fijos. Tan sólo en

menos del 10 por ciento de los casos la inversión estaba destinada a activos para la innovación tecnológica, porcentaje probablemente asociado a las empresas de actividad manufacturera avanzada y a las empresas acogidas a programas públicos de innovación, a las que se exige la presentación de un aval para poder recibir la subvención anticipadamente.

El colectivo que ha acudido a solicitar un aval motivado por necesidades de financiación a largo plazo (75%) muestra una primera diferencia significativa cuando se trata de empresarios varones en función del año en que empezaron a ejercer una actividad empresarial. Así, este motivo se encuentra en el nivel medio de la muestra para aquellos que empezaron con la actividad entre los años 1976 y 1985 y entre los años 1996 y 2005; el porcentaje es mayor que la media para los empresarios que iniciaron la actividad entre 1986 y 1995 (84%), y la media es más baja (60%) para los que se establecieron entre 1956 y 1975. Por otra parte, cuando se considera a los empresarios varones que iniciaron la actividad más recientemente, se observa que los más jóvenes necesitan el aval para obtener financiación a largo en el 90% de los casos, a diferencia del resto de empresarios, en los que esta motivación se reduce al 70%.

Número de avales y contragarantías exigidas

En cuanto al número de avales otorgados, las empresas beneficiarias, mayoritariamente (61 por ciento), recibieron un único aval. Pero en el 30 por ciento de los casos recibieron dos o más avales. Los re-

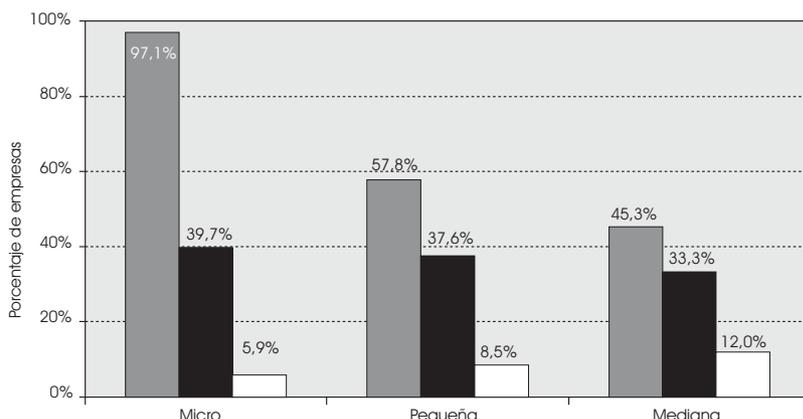


GRÁFICO 3
GARANTÍAS EXIGIDAS A LAS EMPRESAS POR LA SGR SEGÚN EL TAMAÑO EMPRESARIAL

■ Personales
 ■ Hipotecarias
 □ Otras

FUENTE:
 Elaboración propia

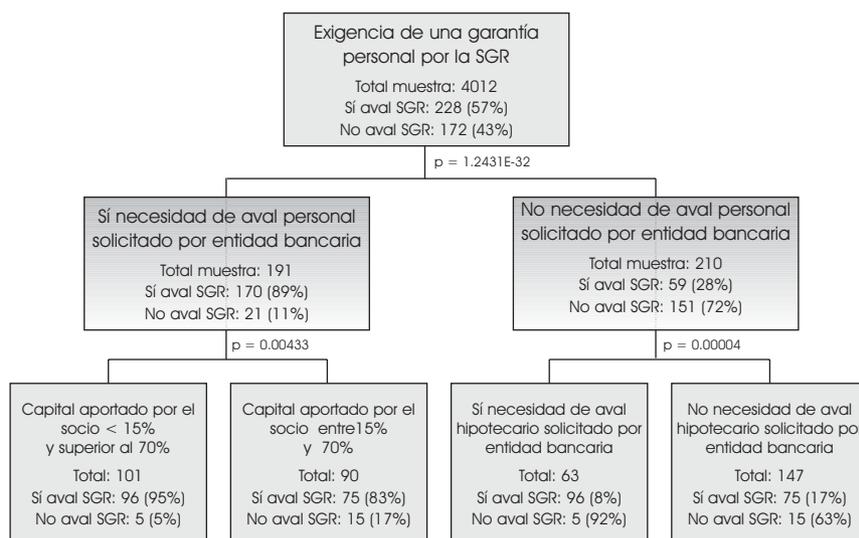


FIGURA 2
EXIGENCIA DE UNA GARANTÍA PERSONAL POR LA SGR, SEGÚN EL PERFIL DE LA EMPRESA

FUENTE:
 Elaboración propia .

sultados muestran que la obtención de avales tiene un coste importante en términos de exigencia de garantías a las empresas beneficiarias por parte de la SGR que otorga el aval y/o del banco que concede el crédito, con el fin de asegurar el riesgo en que incurren (gráfico 3). Estas contragarantías son principalmente de carácter personal, pero también hipotecarias. No se exigieron tan sólo en el 10 por ciento de los casos, pero fueron reclamadas por las dos entidades en el 68 por ciento de los casos. Las más penalizadas fueron las microempresas. Por tanto, según los datos obtenidos, el sistema de garantías establece barreras de entrada de naturaleza similar a las que trata de socorrer.

Centrándose en las garantías de carácter personal, en el 57% de casos fueron exigidas por la SGR y/o por la

entidad bancaria. A los empresarios a los que el banco les ha exigido un aval personal (191 casos), la SGR les exige también un aval personal en el 90% de los casos (figura 2). Pero la necesidad de un aval personal ante la SGR disminuye si el banco no ha solicitado un aval personal, en cuyo caso las SGR sólo exige este tipo de aval en el 28% de los casos (sobre los 210 casos restantes). Una de las posibles explicaciones se podría encontrar en la teoría de la información asimétrica que presentan las entidades financieras en relación con sus clientes. Es decir, el mayor conocimiento que tienen los bancos del comportamiento y el perfil de sus clientes es uno de los criterios que pueden seguir las SGR para solicitar o no mayores garantías.

No obstante, el colectivo de individuos que no han sido requeridos de aval personal por parte de la enti-

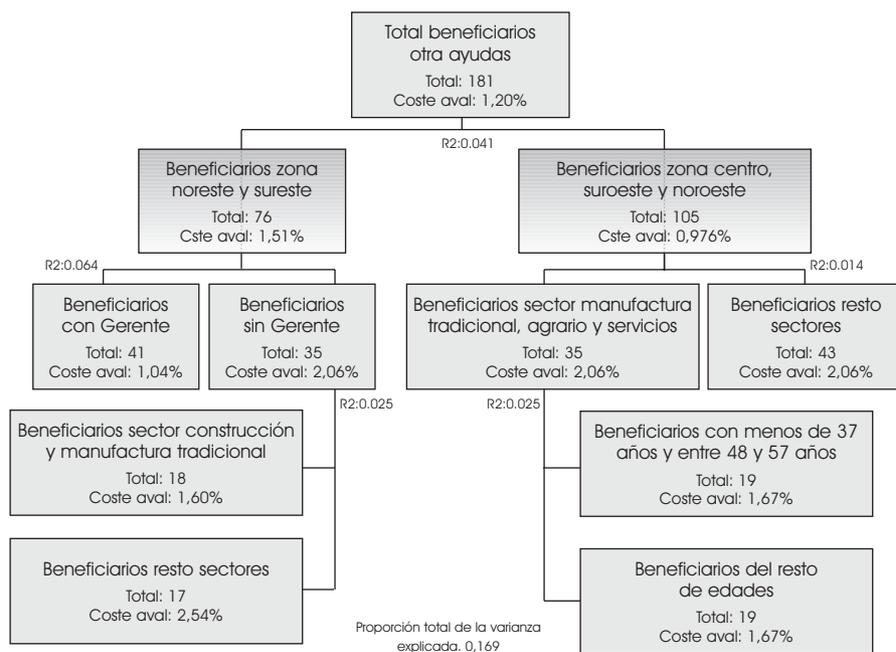


FIGURA 3
EXIGENCIA DE UNA GARANTÍA PERSONAL POR LA SGR, SEGÚN EL PERFIL DE LA EMPRESA

FUENTE:
Elaboración propia .

dad de crédito muestra diferencias en base a la solicitud de una garantía de carácter hipotecario por la misma entidad. Cuando se ha requerido esta garantía hipotecaria, la exigencia de aval personal por parte de la SGR desaparece casi en su totalidad. Finalmente, en relación con las empresas que han sido requeridas de aval personal por la entidad bancaria, se encuentran diferencias en base al capital social con el que se ha constituido, de tal forma que las que se encuentran en los extremos (< 15% y > 70% del capital en manos del empresario principal) han sido requeridas de aval personal por parte de las SGR en el 95% de los casos.

COSTE DEL SERVICIO DE AVAL ↓

El coste medio anual por comisión de aval se sitúa entre 0,5 y 1 por ciento sobre el volumen de aval concedido. Esta alta concentración está vinculada a la exigencia del contrato de reafianzamiento de CERSA, que limita la gratuidad del reaseguro a comisiones no superiores al 1 por ciento.

En relación con los beneficiarios que además han disfrutado de ayudas distintas del aval de otras instituciones públicas (181 empresarios), es posible tratar de conocer la relación que existe entre el coste del aval y las características personales del empresario, así como del tipo de negocio que se regenta. La media del coste del aval para el conjunto de individuos es de 1,2%. Sin embargo, los empresarios ubicados en la zona noreste, sureste y en la Comunidad Valenciana

pagan un mayor aval (1,5%), a diferencia de los que se encuentran en la zona centro, norte suroeste y noroeste, en donde el coste baja hasta el 0,97, como consecuencia del nivel de competencia de la banca y el número y características de las SGR que hay en dichas regiones (figura 3).

Dentro del primer grupo se da una reducción del coste, hasta un 1%, si la empresa cuenta con un gerente que se encarga de gestionar los recursos financieros de la misma, mientras que el coste se dispara hasta el 2,05% si la empresa no cuenta con un gerente. De aquí se desprende la conveniencia de que las empresas dispongan de personas especializadas en temas financieros y de gestión que sean capaces de negociar y de optimizar los recursos y las necesidades financieras de las empresas. A su vez, dentro del grupo que carga con un mayor coste existen diferencias entre los que se dedican a actividades de manufactura tradicional y construcción, que presentan unas reducciones del coste hasta el 1,6%, a diferencia del resto de sectores considerados (comercio, industria intermedia y servicios) en donde la media del coste se sitúa por encima de los 2,5%.

Por otro lado, considerando la localización geográfica de las empresas que presentaban un menor valor en el coste del aval (zona centro, norte, noroeste y suroeste) también pueden establecerse diferencias en base a el sector de actividad, de tal manera que los empresarios que elaboran manufactura tradicional, agricultura y servicios tienen un coste más elevado, cercano al 1,15%. Dentro de este grupo es posible estable-

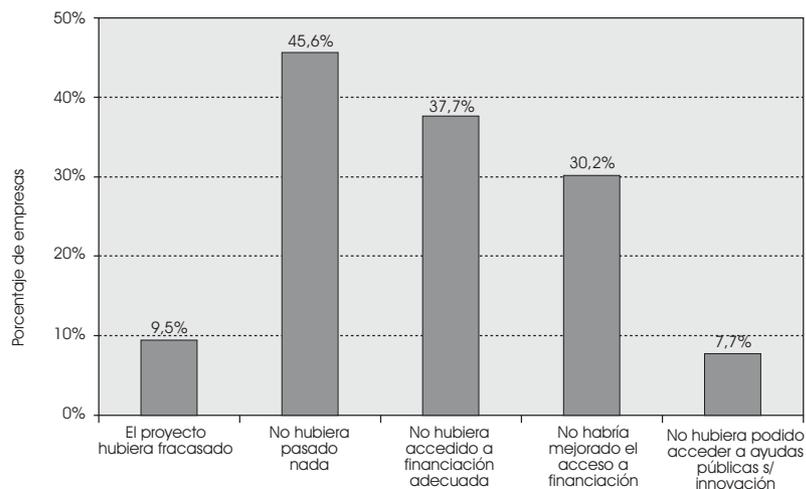


GRÁFICO 4

LO QUE HUBIERA OCURRIDO
EN CASO DE NO HABER
CONTADO CON AVAL DE SGR

FUENTE:
Elaboración propia.

cer a su vez diferencias en función de la edad, de manera que los empresarios más jóvenes, los de menos de 33 años, y los de edades comprendidas entre 48 y 57 años, incrementan considerablemente el coste, hasta el 1,67%.

VALORACIÓN DEL SISTEMA SGR †

Es destacable como un 40 por ciento no sabe claramente qué es una SGR, lo cual se agrava por ser una entidad mutual participada por ellos mismos como 'socios empresarios'. Tres de cada cuatro empresas reconoce que la principal ventaja de una SGR es facilitar el acceso al crédito bancario, pero sólo una de cada siete contemplan favorablemente el hecho de participar como socio recíproco de una entidad financiera, seguramente porque el originario fin mutualista de las SGR ha ido diluyéndose en favor de aspectos más cruciales ligados al crecimiento y competencia empresarial y a la severidad del funcionamiento de los mercados financieros.

La burocracia y exigencias administrativas, así como la exigencia de ser socio de la SGR son los dos inconvenientes más rechazados por los empresarios. Siguen a cierta distancia otros tres: el coste excesivo del aval, las excesivas garantías requeridas y la lentitud del proceso.

En esta línea valorativa, mientras que el 45 por ciento de los empresarios que recibieron aval de SGR alegan que en caso de no haber contado con aval no hubiera ocurrido nada a su empresa o proyecto empresarial, relativizando, por tanto, el rol de este sistema público de garantías, otras respuestas, de menor pero importante frecuencia, argumentan que en tal caso

no hubieran podido acceder a financiación adecuada o, incluso, lo contrario, es decir que su proyecto habría fracasado (gráfico 4).

Ventajas e inconvenientes del sistema. Factores explicativos ‡

A partir del conjunto de variables de valoración del sistema, se ha realizado un análisis factorial en lo concerniente tanto a las ventajas, como a los inconvenientes del sistema, así como la opinión del avalado en relación con el proyecto que se está garantizando. Con esta información (cuadro 1), se consigue reducir las variables consideradas a un número de 6 factores explicativos (explicativas del 56,78% de la varianza total). De hecho, una vez practicada la rotación *varimax* el primer factor está relacionado de manera positiva con las opiniones que manifiestan que sin el aval la financiación del proyecto no hubiera sido posible en unas condiciones adecuadas, y de manera negativa con las opiniones de los que creen que no hubiera pasado nada. Por lo que puede denominarse «factor de conveniencia del aval para el proyecto».

El segundo de los factores, aparece asociado con las excesivas garantías requeridas, la burocracia y la lentitud del proceso, variables correlacionadas positivamente. Estos problemas están más relacionados con la propia concesión del aval que con las características asociadas al coste del mismo, por lo que puede denominarse «factor de inconvenientes formales». El cuarto factor también se encuentra relacionado con los inconvenientes, pero en este caso con los asociados al coste de ser socio y a los costes del aval, por lo que a diferencia del factor ante-

CUADRO 1
VENTAJAS E INCONVENIENTES DEL SISTEMA SGR: FACTORES IDENTIFICADOS

Rotación Varimax							
Variables/Factores	Factor 1	Factor 2	Factor 3	Factor 4	Factor 5	Factor 6	Comunidad
	Conveniencia de aval para el proyecto	Inconvenientes formales	Inconveniente monetarios	Ventajas formales	Ventajas monetarias	Aval obligatorio	
Participar como socio mutualista	0,0264	-0,0714	0,5369*	0,1000	0,1110	0,1704	0,3752
Facilitar el acceso al crédito bancario	0,1935	0,0416	0,2079	0,0096	0,7603*	-0,0691	0,6653
Obtención de financiación más barata	0,0344	0,2084	0,2909	-0,0845	-0,6171*	-0,0966	0,5265
Facilitar acceso a formación e información financiera	0,0640	0,1161	0,7553*	-0,0281	0,0209	-0,0056	0,5893
Propiciar mejoras de calidad de gestión	0,0603	0,0070	0,7503*	-0,0475	0,0828	-0,1403	0,5954
Exigencia y coste de ser socio	-0,1302	0,1374	0,1297	0,7101*	-0,0981	0,0109	0,5666
Coste excesivo de la garantía	0,0559	0,0218	-0,1376	0,7739*	0,2231	-0,0573	0,6745
No obtener recursos más baratos por otras vías	-0,0258	0,1738	0,2226	0,1442	0,2781	0,6057*	0,5455
Excesivas garantías requeridas por la SGR	0,1782	0,5681*	-0,0526	0,2768	-0,0495	0,1969	0,4750
Burocracia y exigencias administrativas	0,0104	0,7416*	0,1245	-0,0644	-0,0759	-0,0368	0,5768
Lentitud del proceso	-0,0058	0,6918*	-0,0343	0,0645	0,0081	-0,1288	0,5007
Sin el aval el proyecto hubiera fracasado	0,4446*	-0,3220	0,1677	0,3529	-0,3263	-0,0458	0,5626
Sin el aval no hubiera pasado nada	-0,8241*	-0,0177	-0,0356	0,0538	0,0351	0,174	0,7152
Sin el aval no hubiera podido acceder a la financiación en los plazos y costes aceptables	0,7570*	-0,0047	0,0084	-0,0722	0,1107	0,1576	0,6154
Sin el aval no habría podido mejorar algo el acceso de mi empresa a la financiación ajena	0,5097*	0,3342	0,138	0,0549	0,2057	0,0391	0,4374
Sin el aval no hubiera podido acceder a ayudas públicas destinadas a la innovación u otras	-0,0214	0,2095	0,1507	0,1783	0,1755	-0,7308	0,6637
Varianza	1,8098	1,7242	1,7552	1,3966	1,3166	1,0825	
% de varianza	0,1131	0,1078	0,1097	0,0873	0,0823	0,0677	
% de varianza acumulada	0,1131	0,2209	0,3306	0,4179	0,5001	0,5678	

FUENTE: Elaboración propia.

rior ha sido identificado como «factor de inconvenientes monetarios».

El tercer factor, explicativo del 10.97% de la varianza, se refiere a un conjunto de ítems con correlaciones positivas, caracterizados por presentar las ventajas de tipo formativo y de información financiera, las mejoras de calidad en la gestión y las ventajas asociadas a participar como socio mutualista que ofrecen las SGR. Por tanto, se identifica como «factor de ventajas formales», no relacionadas con la mejora de la financiación. El factor 5 está emparejado con las ventajas de facilitar el acceso al crédito y su obtención a un coste más barato, por lo que esta dimensión permite denominarlo «factor de ventajas monetarias».

El último factor destaca el inconveniente de no poder obtener financiación más barata por otras vías, con la circunstancia de que sin el aval no se podría haber accedido a otras ayudas públicas. Tales características permiten suponer que el aval ha sido solicitado para poder acceder a algún tipo de ayuda pública, de ahí que se defina como «factor de aval obligatorio».

Valoración otorgada por los empresarios al sistema SGR ↓

El servicio global de las SGR ha sido valorado por los empresarios con una calificación media de 7,1 sobre 10 puntos. Por debajo de 5 puntos únicamente se han posicionado el 6,5 por ciento de los casos. Apenas hay diferencias en función del tamaño empresarial, aunque las microempresas otorgan una calificación ligeramente por encima de la media.

Ahora bien, si se considera únicamente a los empresarios que sólo han recibido la ayuda pública que ofrece una SGR (220 casos frente a 181 que recibieron además otras ayudas públicas) y se relaciona la valoración que los mismos hacen del sistema con las características que definen al empresario y a su empresa, se consigue que el porcentaje total de la varianza explicada de la calificación de la SGR sea del 17% (figura 4, en la página siguiente).

Dentro de este colectivo pueden realizarse una primera división que explique la nota otorgada a la SGR en base al nivel de estudios alcanzados, con calificaciones más bajas para los que tienen un nivel de

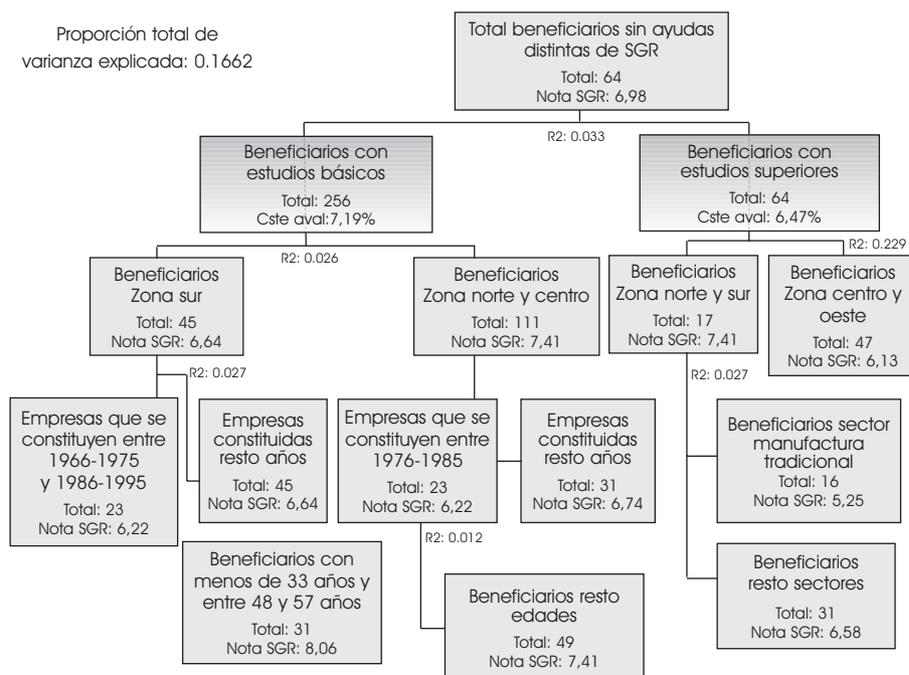


FIGURA 4
VALORACIÓN DE LA ACTIVIDAD DE LA SGR POR PERFIL DE EMPRESA Y EMPRESARIO

FUENTE:
Elaboración propia.

estudios universitarios o superiores (6,4), a diferencia de los que no cuentan con estudios de este tipo, cuya valoración es superior, de 7,18. A su vez, los que obtuvieron un grado universitario presentan diferencias atendiendo a la localización geográfica de la empresa. En efecto, los que tienen implantado su negocio en las zonas norte, sur, noreste y sureste valoran en mayor medida el servicio, a diferencia de los ubicados en la zona suroeste, oeste y centro, en donde la nota baja hasta un 6,12. Incluso, dentro de este último colectivo, las diferencias son más acusadas si se considera la variable sector en el que ejercen sus actividades. En este caso, las peores puntuaciones, 5,25 de media, son otorgadas por los empresarios de los sectores de manufacturas tradicional e intermedia, es decir, del sector secundario.

Considerando los empresarios con niveles de estudios elementales, que valoraban con una calificación superior el servicio, también se aprecian diferencias. La primera subdivisión de este grupo se realiza a partir de la variable de localización geográfica, donde la separación es similar a la de los empresarios con niveles de educación superiores. Más concretamente, las mayores valoraciones son realizadas por empresarios que están localizados en la zona norte, centro, oeste, sureste y noreste, con una valoración de 7,40 puntos, a diferencia de las otras zonas en las que la valoración se sitúa en 6,64 (zona sur y suroeste).

El primer colectivo, a su vez, presenta diferencias en base al año en el que los empresarios encuestados

iniciaron su actividad empresarial, de forma que los que empezaron entre 1976 y 1985 valoran el servicio con un 6,74, en contraposición a los empresarios que empezaron su actividad en otros momentos (7,66). Finalmente, dentro de esta última división es posible volver a separar el grupo atendiendo a la edad del empresario, de tal manera que los empresarios con edades comprendidas entre 48 a 57 y los de menos de 33 años valoran especialmente bien el servicio, con la nota media más alta obtenida (8,06).

Aunque la calificación viene determinada por el servicio recibido de la SGR, cuando se examina la nota media otorgada a cada una de ellas y el coste del aval, se aprecia que este último supone un elemento de gran peso, ya que las empresas que cuentan con mejor valoración son las que tienen un coste del aval más bajo, mientras que las de mayor coste presentan peores valoraciones.

Aval y otras alternativas de apoyo público a la financiación

Por otra parte, a través del análisis descriptivo se obtiene que los empresarios avalados, entre varias posibles fórmulas de apoyo financiero a la inversión, eligen principalmente dos como las más operativas y eficaces: la concesión de avales para acceder a la financiación a largo, por un lado, y la subvención a fondo perdido, por otro. A esta última le sigue la subvención a los tipos de interés. Por otra parte, en

esta línea de asentimiento sobre la utilidad del sistema de avales y pese a la modernización del tejido empresarial y la mayor competencia bancaria, mayoritariamente se reclama que las ayudas públicas dirigidas a dicho sistema deberían ampliarse o mantenerse.

Con estas premisas, un análisis cluster permite agrupar a los individuos de la muestra en base a dos preguntas del cuestionario. La primera referida a las opiniones manifestadas por los empresarios en relación al buen término del aval; o sea, a qué ha ocurrido con el proyecto empresarial como consecuencia de la concesión de las garantías. Y la segunda, respecto a las fórmulas de apoyo público que ellos estiman más eficaces y operativas.

La primera variable que ayuda a formar los grupos se basa en la opinión de que la fórmula pública de subvención a los tipos de interés es la más eficaz, seguida por la variable relacionada con el hecho de que sin la concesión del aval no se hubiera tenido acceso a financiación suficiente para el proyecto, siendo esta la más significativa. De esta manera se configuran 7 grupos en los que como mínimo se representa en cada uno un porcentaje del 10% de la muestra. Estos siete grupos presentan las siguientes características:

Un primero, con un total de 39 individuos, se caracteriza por ser el de empresarios que más han necesitado el aval. Estos manifiestan (28%) que sin la concesión del mismo el proyecto empresarial hubiera sido un fracaso. Dicho aval les ha permitido acceder a una financiación en plazos y costes aceptables, de manera que sin su obtención les hubiera sido inviable. Presentan las medias más altas en cuanto a su preferencia por la fórmula de *leasing* con subvención y a la difusión de los préstamos participativos. Por tanto, se trata de un grupo que se encuentra totalmente satisfecho con la concesión del aval, pese a que son los que presentan un coste del aval más elevado.

El segundo grupo, de 65 individuos, se caracteriza porque ninguno de los miembros que lo componen está de acuerdo con la afirmación de que sin el aval no hubieran podido acceder a financiación necesaria en plazos y costes, teniendo una media elevada (pero no la más alta) de individuos que podrían haber desarrollado el proyecto empresarial perfectamente sin contar con el aval. De esta forma, resulta más interesante lo que opinan sobre las formas de financiación más eficaces, en las que destacan en el 100% de los casos la subvención a los tipos de interés, como se corrobora a la hora de ver sus preferencias, al ser el grupo que menos valora el acceso a la financiación a largo plazo.

CUADRO 2
VALORACIÓN Y COSTE DEL AVAL SEGÚN SGR

SGR	Nota Media (Sobre 10)	Coste del aval (En %)
Elkargi	7,677	0,8706
Aval Unión	7,444	0,9283
Iber aval	7,340	1,0354
Afigal	7,286	1,4643
Udemur	7,146	1,0271
SGR Cdad. Valenciana	6,981	1,3280
ISBA	6,813	1,5313
Otras	6,746	2,6549
Aval Madrid	6,741	1,2215
Sonagar	5,857	2,1571
TOTAL MUESTRA	7,105	1,8750

FUENTE Elaboración propia.

El tercer grupo, de 75 individuos, es el que, a diferencia del grupo anterior, prefiere mayoritariamente el acceso a la financiación a largo plazo (92% de los individuos del grupo), y por tanto, en relación a las fórmulas preferidas de apoyo a la financiación dan menor prioridad a la subvención de los tipos de interés. El tipo de apoyo financiero que prefieren es la concesión de avales para acceder a la financiación a largo plazo.

El cuarto grupo, con un total de 68 empresarios, presenta las menores medias en cuanto a su situación con el aval. Casi el 99% de los empresarios están en desacuerdo con que «sin el aval no hubiera pasado nada». Pero, además, tampoco están de acuerdo con el hecho de que sin el aval no hubieran podido acceder a financiación ajena, ni a otras ayudas públicas destinadas a la innovación. Por tanto, parece que estos empresarios han conseguido acceder a financiación necesaria en plazos y costes.

El quinto grupo, integrado por 51 empresarios, tiene la peculiaridad de que en un 100% de los casos han respondido negativamente a la cuestión de que «sin el aval el proyecto empresarial hubiera sido un fracaso», pero por el contrario son los que en mayor proporción han respondido afirmativamente (14%) al hecho de que sin contar con el aval no hubieran podido acceder a ayudas públicas destinadas a la innovación, u a otros fines, siendo la preferencia de este colectivo mayoritariamente la subvención a los tipos de interés. Por estas características, se trata de usuarios de avales que no necesitan por necesidades financieras de sus empresas, sino por exigencias de la propia Administración para poder concursar a otro tipo de ayudas públicas. De hecho el coste que les supone el aval es uno de los más elevados, en torno al 1,4%.

El sexto grupo, de 64 empresarios, se caracteriza por agrupar a aquéllos para los que menos importancia

ha tenido el aval, ya que el 84% declara que sin el aval no hubiera pasado nada. Por esta circunstancia resulta más informativo las opiniones de las que han dejado constancia sobre las alternativas de financiación, como una forma de mejora para los servicios financieros públicos. De sus respuestas se desprende que, mayoritariamente, les parece más efectivo las subvenciones a fondo perdido y, por el contrario, presentan las medias más bajas en las ayudas consistentes en la concesión de avales para acceder a la financiación a largo plazo y a préstamos participativos. Finalmente, un 14% de los individuos de este grupo opina que lo mejor es negociar ellos directamente con las entidades financieras y de crédito (la media más alta), lo cual pone de manifiesto que estos empresarios no recomendarían a otros empresarios la utilización del sistema de avales.

El séptimo grupo, de 39 individuos, han respondido en todos los casos que sin la concesión del aval no hubieran podido mejorar el acceso de su empresa a financiación ajena, denotando, en principio, que son los más necesitados de avales, puesto que no han marcado la alternativa que ofrecía la encuesta de acceder a financiación en costes y plazos, sino la de acceder a financiación externa de la empresa. Entre las fórmulas de apoyo financieros que prefieren se encuentra el acceso al capital riesgo (lo que reafirma lo expresado antes) y, entre las que rechazan, la subvención a la fórmula del *leasing*. Aparentemente, estos empresarios serían los que presentan mayores riesgos de la muestra. Sin embargo, el coste medio del aval es el más bajo de los siete, el 0,93%.

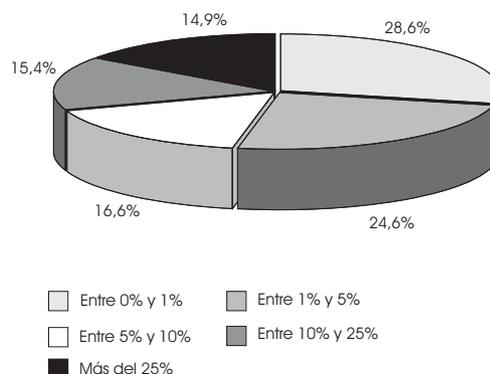
Respecto a la valoración del servicio prestado por el sistema de reafianzamiento, el 85 por ciento de los empresarios no conoce o no sabe cuál es la actividad de la Compañía Española de Reafianzamiento, S.A. (CERSA). De cara a reforzar externamente el sistema público de avales y robustecer la cultura financiera de las Pyme, parecería conveniente establecer cauces específicos de promoción y presencia social y empresarial de esta compañía pública.

VALORACIÓN DE OTRAS AYUDAS PÚBLICAS †

Algo menos de la mitad de las empresas (45.1%) que se beneficiaron hasta 2004 del sistema de avales también recibieron otras ayudas públicas distintas, nacionales o regionales. Ha de suponerse que las empresas que acceden a una SGR se hallan bien informadas de los distintos programas y herramientas que ofrece el sector público; tal vez por ello parece desprenderse que este colectivo acude con más intensidad que otros a los distintos instrumentos de apoyo público. Las principales ayudas públicas

GRÁFICO 5

VALOR DE LAS AYUDAS PÚBLICAS EN % SOBRE LOS RECURSOS PROPIOS ACTUALES



FUENTE:
Elaboración propia

recibidas han tenido, por este orden, los siguientes destinos: a) modernización e inversión (casi el 60 por ciento), b) acceso a la línea Pyme del ICO, c) contratación de personal, d) I+D u otras actividades de innovación, e) formación del personal, f) creación de empresas, g) exportación y h) inversión exterior (1 por ciento). La valoración media de estas ayudas por parte de los empresarios ha recibido una calificación de 6,06 sobre 10 puntos. Casi una cuarta parte de los empresarios dieron una calificación inferior a 5 puntos.

Las ayudas recibidas han sido calificadas de suficientes (36 por ciento frente al 33 por ciento de los casos), útiles (38 frente al 42 por ciento) y oportunas (54 frente a 25 por ciento). Se observa una gran variabilidad en la magnitud monetaria recibida en función de la tipología de los programas públicos y del tamaño empresarial. En el período 2002 a 2004, una de cada cinco empresas recibió menos de 6.000 euros, pero también otra de cada cinco fue receptora de más de 180.000 euros. Esta magnitud monetaria equivale al 25 por ciento del capital de la empresa en el 30 por ciento de los casos, mientras que tan sólo supuso el 1 por ciento de su capital respectivo en un porcentaje similar de empresas (Gráfico 5).

En relación con la línea Pyme del ICO -de acceso al crédito de intermediación bancaria sin necesidad de aval-, el 55 por ciento de las empresas que acu-

dieron a otras ayudas ha disfrutado de ella. Es decir, aproximadamente la cuarta parte de las empresas que recibieron avales de SGR también se acogieron al apoyo financiero brindado por ICO. Esta línea de ICO ha sido calificada por los empresarios que recibieron cualquier tipo de ayuda pública con 6,4 sobre 10 puntos.

CONCLUSIONES

En este trabajo, realizado a partir de las opiniones de 401 beneficiarios de aval de SGR, se ofrece un análisis descriptivo del perfil y características de empresarios y empresas, de la utilización del sistema de avales, de las condiciones del coste del aval, y de la valoración del sistema de garantía recíprocas, así como de otras fórmulas de apoyo público a la financiación empresarial. El trabajo está asociado a otro de carácter más amplio en el que se ha estudiado el grado de eficiencia de las empresas que han recibido avales de SGR. Los resultados y conclusiones más destacados figuran a continuación.

Las vías principales de acceso a una SGR por parte de los empresarios son, en primer lugar, a través de la información directa de la propia SGR, que resulta muy operativa para las medianas empresas, en especial cuando se dedican a la producción de manufacturas de demanda y contenido tecnológico intermedio y, en segundo, por intermediación de otro empresario que ya recibió servicios de una SGR, que es la más empleada por las microempresas. Más concretamente, los empresarios que cuentan con una edad menor a la de la media han seleccionado esta última forma de acceso en el 67% de los casos y, en especial, cuando poseen estudios primarios o de formación profesional. Con ello se pone de manifiesto la escasa importancia que supone la publicidad de carácter institucional (de AAPP) de las propias SGR para atraer la atención de sus posibles usuarios, lo que implicaría la conveniencia de desarrollar nuevas campañas con una mejor definición tanto del colectivo objetivo como de los canales por los que resultaría más eficaz hacer llegar contenidos y ventajas de los préstamos garantizados. Cabe mencionar, en este sentido, el mayor esfuerzo institucional que se realiza en las regiones de Madrid y sureste del país.

En cuanto al número de avales otorgados, las empresas beneficiarias, mayoritariamente recibieron un único aval, aunque en el 30 por ciento de los casos recibieron dos o más avales. Los resultados muestran que la obtención de avales tiene un coste importante en términos de exigencia de garantías a las empresas beneficiarias por parte de la SGR que otorga el aval y/o del banco que concede el crédito, con el fin

de asegurar el riesgo en que incurren. Estas contragarantías son principalmente de carácter personal, y en menor medida de carácter hipotecario. No se exigieron tan sólo en el 10 por ciento de los casos, pero fueron reclamadas por las dos entidades en el 68 por ciento de los casos. Por tanto, el sistema de garantías establece barreras de entrada de naturaleza similar a las que trata de socorrer. Esta circunstancia parece, por tanto, contradecir la principal misión que tienen encomendadas las SGR, es decir, la concesión de garantías para reducir la información asimétrica y otras barreras de acceso al crédito bancario a largo plazo y a la reducción del coste del mismo. Este aspecto que se extrae de la investigación- aunque es bien conocido por el sector- se convierte en uno de los más destacados a tener en cuenta en futuras líneas de impulso de este sistema

El perfil del empresario al que se exige este tipo de contragarantías presenta las siguientes características: bajo o medio grado de estudios, edad comprendida en los tramos más bajos y menor volumen de plantillas con menos contratados fijos en sus empresas. Por otra parte, cuanto mayor es el número de avales con el que cuenta el empresario, el coste de las contragarantías experimenta una tendencia creciente, o sea, el sistema parece penalizar a las empresas más necesitadas.

Respecto a la relación entre el coste del aval y las características de los empresarios pueden extraerse los siguientes aspectos relevantes:

- ✓ No puede contrastarse la hipótesis que relacionaría el coste del aval y la edad de los empresarios, ya que se ha verificado que hay diferencias no significativas entre los distintos segmentos de edad. Puede afirmarse que las SGR no valoran tanto la experiencia personal del individuo como las garantías adicionales (o contragarantías) que se aportan, así como las propias características del proyecto o negocio que va a emprenderse.
- ✓ Las SGR que ofrecen menor coste del aval son la vasca Elkargi, la murciana Udemur, y la granadina Aval Unión. Por el contrario, la navarra Sonagar presenta el coste de la operación más elevado. No puede concluirse, sin embargo, que en las zonas que hay una mayor oferta de SGR haya costes menores; más bien la justificación del coste se apoyaría en la hipótesis de asimetrías de información por parte de las entidades de crédito y las propias SGR, con la frecuente exigencia de contragarantías que hacen que el coste global de la operación para el empresario resulte finalmente elevado.
- ✓ El coste de los avales superior a la media está asociado a una negociación directa del aval por

parte del empresario, de manera que las empresas que disponen de un gerente que se responsabiliza de la gestión financiera consiguen costes de aval más reducidos; por ello, parece que la descentralización de las decisiones en esta materia ofrece resultados positivos.

✓ Los empresarios que tuvieron mayor coste del aval (1,76% sobre el valor de la inversión) son los que expresan mayoritariamente inconvenientes de las SGR.

✓ Respecto a la valoración de la actividad de la SGR por parte de los empresarios puede destacarse que aunque al servicio recibido se le concede de media una calificación de notable (7,1 sobre 10 puntos), las opiniones resultan distintas si los entrevistados beneficiarios de aval han percibido también otras ayudas públicas. Para los que sólo se han beneficiado del sistema de garantías, la nota media es inferior al conjunto de la muestra, un 6,8. Los que han recibido otras ayudas públicas además del aval, posiblemente porque pueden establecer una comparación con otras ayudas recibidas, valoran el servicio con 7,3. Asimismo, las peores valoraciones (5,25) sobre el servicio de las SGR provienen de las empresas pertenecientes al sector de las manufacturas. También ofrecen peores calificaciones respecto a la media (6,47) los empresarios con mayor nivel de formación.

Finalmente, las SGR mejor valoradas son Elkargi y Aval Unión, mientras que la peor es Sonagar, lo que evidencia la relación que existe entre valoración y coste del aval. De ello, cabe deducir que parece claro que los avalados a la hora de asignar una puntuación a la entidad que les ha confiado el aval tienen más presentes los aspectos ligados al coste que otros relacionados con la calidad del servicio recibido. Los empresarios que mejor valoran el sistema lo hacen por haber conseguido acceso al crédito a largo con un coste más reducido mientras que los que peor lo valoran son los que se quejan de la excesiva burocracia y el coste excesivo del aval.

NOTAS

- [1] *Incidencia del sistema español de garantías en la eficiencia de las PYME, 1996-2003* (García Tabuenca y Crespo Espert, 2007). Esta investigación, realizada en el seno de SERVILAB mediante Convenio con la Dirección General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa, del Ministerio de Industria, Turismo y Comercio, contó con el apoyo permanente de Fernando J. Crecente Romero, como Asistente de investigación, y de Emilia Martos Gálvez, como Asesora estadístico-econométrica.
- [2] La Base SABI, Sistema de Análisis de Balances Ibéricos, ofrece información empresarial procedente de los Registros Mercantiles.

BIBLIOGRAFÍA

- BERGER, A.N. y UDELL, G.F. (1998): Dynamic Venture Capital Financing and Learning, *Journal of Banking and Finance*, 22.
- BREWER III, E.; GENAY, H.; JACKSON III, W. y WORTHINGTON, P. (1996): How Are Small Firms Financed? Evidence from Small Business Investment Companies, *Economic Perspectives*, XX, 6, pp. 2-18.
- CAMINAL, R. (1995): El papel de las restricciones de crédito y las políticas públicas en la financiación de las pequeña y mediana empresa, *Papeles de Economía Española*, 65, pp. 224-234.
- De Miguel, A. y Pindado, J. (2001): Determinants of Capital Structure: New Evidence from Spanish Panel Data, *Journal of Corporate Finance*, 7, pp. 77-99.
- GARCÍA TABUENCA, A.; De Justo, J. y Pablo, F. (2004): *Emprendedores y espíritu empresarial en España en los albores del siglo XXI*, Fundación Rafael del Pino, Colección Economía y Empresa, Madrid.
- GARCÍA TABUENCA, A. y CRESPO ESPERT, J.L. (2007): Incidencia en el sistema español de garantías y reafianzamiento en la eficiencia de las Pymes 1996-2003. Dirección General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa, Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.
- GREENWALD, B; STIGLITZ, J.E. y WEISS, A. (1984): Informational Imperfections in the Capital Market and Macroeconomics Fluctuations, *The American Economic Review: Papers and Proceedings of the 96th. American Economic Association*, mayo, pp. 194-199.
- GROSSMAN, S. y HART, O. (1982): Corporate Financial Structure and Managerial Incentives, en McCall, J. (ed.), *The Economics of Information and Uncertainty*, University of Chicago Press, Chicago, pp. 107-140.
- HELLWIG, M. (1991): Banking, Financial Intermediation and Corporate Finance, en Giovannini, A. y Mayer C. (eds.), *European Financial Integration*, Cambridge University Press, Cambridge, pp. 32-63.
- IVÁÑEZ, J.M. (1991): *El sistema español de Garantías Recíprocas*, IMPI, Colección Estudios, Madrid.
- JENSEN, M. y MECKLIN, W. (1976): Theory of the Firm: Manager Behaviour, Agency Costs and Analogous Situations, *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 323-329.
- LA PORTA, R.; LÓPEZ DE SILANES, F. y SHLEIFER, A. (1999): Corporate Ownership around the World, *Journal of Finance*, 54, pp. 471-517.
- LELAND, H. y PYLE, D. (1977): Information Asymmetries, Financial Structure and Firm Intermediation, *Journal of Finance*, 50, pp. 301-318.
- MYERS, S.C. y MAJLUF, N.S. (1984): Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have, *Journal of Financial Economics*, 13, pp. 187-221.
- ORTEGA, J. (1990): Las Sociedades de Garantía Recíproca: evolución y situación actual, *Economía Industrial*, 273, pp. 39-44.
- REYNOLDS, P. D.; HAY, M. y CAMP, S. M. (2000): *Global Entrepreneurship Monitor: 1999 Executive Report*. Boston College, London Business School and the Kauffman Center for entrepreneurial leadership.
- SALAS, V. (1996): Factores estructurales de la financiación de la pyme: valoración y recomendaciones, *Revista Asturiana de Economía*, 6, pp. 29-39.
- VOGEL, R. y ADAMS, D. (1997): Costs and benefits of loan guarantee programs, *The Financier* 4, pp. 22-29.