

Resumen:

La tesis doctoral “*Análisis de la financiación de la actividad emprendedora*” analiza la eficiencia de los diversos apoyos financieros públicos disponibles en España para las empresas de reciente creación, así como el perfil de los empresarios y la valoración del servicio por parte de los empresarios beneficiarios. El objetivo central es estudiar la problemática de la financiación de emprendedores y empresas de reciente creación, así como las soluciones aportadas por las instituciones públicas. Una de las primeras decisiones que debe tomar todo empresario es la búsqueda de financiación. Sin embargo, la insuficiencia de recursos propios obliga a solicitar financiación externa, que se encuentra condicionada por la decisión de las entidades prestamistas de limitar el crédito concedido a los prestatarios por la falta de información y garantías que obtienen del empresario. Esta situación justifica los apoyos financieros públicos.

La investigación se estructura en dos bloques diferenciados: por una parte, un marco conceptual sobre el fenómeno de la actividad emprendedora y los problemas de acceso a la financiación de las empresas de reciente creación; y por otra, un análisis empírico realizado a una muestra de empresas de menos de 3 años de edad, constituidas entre el año 2000/2002, que han acudido a los sistemas públicos de apoyo a la financiación. Concretamente: empresas que han obtenido algún aval de una Sociedad de Garantía Recíproca (2.218), empresas que han accedido a la financiación del sistema bancario a través de la Línea Pyme del Instituto de Crédito Oficial (10.018), empresas que han acudido simultáneamente a ambos sistemas (279). Por su parte, de la base de datos del Sistema de Análisis de Balances Ibéricos se obtienen un grupo de control (7.516), representativo de empresas con menos de tres años que no han obtenido apoyos financieros, así como dos grupos de comportamientos extremos, esto es, empresas que no recurren a la financiación ajena a largo plazo y se autofinancian (3.291), y empresas que cuentan con más del 75% de sus fuentes financieras con recursos ajenos a largo plazo (1.720).

La definición de estos grupos permite aplicar una metodología contrafactual, cuyo objetivo es detectar la posible relación causal existente entre las ayudas públicas concedidas y los desempeños empresariales, a través de comprobar la existencia de diferencias significativas en las variables de eficiencia entre las empresas que han recibido apoyos financieros públicos y las que no. Los análisis han considerado criterios de clasificación de las empresas por tamaño, ramas de actividad y localización geográfica (según NUT-1). Para alcanzar este objetivo se ha realizado un análisis de las variables de eficiencia, mediante contrastes estadísticos y análisis de series temporales; un análisis factorial para obtener los componentes explicativos de las variables de eficiencia; y un modelo econométrico con variables *dummies* que profundiza en la sensibilidad de tales variables. Por otro lado, se ha realizado un análisis cualitativo a través de una encuesta dirigida a tres colectivos de empresarios: beneficiarios de avales de SGR, beneficiarios del ICO, y una muestra de empresarios emprendedores.

Las empresas de ICO optimizan durante todo el ciclo de vida la ayuda percibida al mantener una rentabilidad económica superior a la obtenida por el resto de grupos y una rentabilidad financiera similar a la muestra de control. Sin embargo, la evolución de la rentabilidad económica de las empresas beneficiarias de un aval es efectiva durante el periodo durante el cual obtienen el apoyo financiero, pero a medida que amortizan los fondos se encuentran ante nuevas complicaciones, situándose por debajo de los niveles del mercado. De esta forma, los apoyos concedidos por una SGR consiguen superar las barreras de acceso a la financiación mientras que las ayudas del ICO no parecen cumplir con esa finalidad, dados los buenos rendimientos obtenidos. En relación a la productividad, todas las empresas muestran una evolución favorable gracias a la incorporación desde la constitución de los últimos avances tecnológicos, así como a la reducción en términos reales del valor de los salarios. No obstante, a mayor volumen de capitales ajenos a largo plazo mayor se muestra la productividad, de tal forma, que las empresas con apoyos financieros muestran un comportamiento superior al grupo de control. Es importante subrayar que la situación dentro del ciclo de vida en que se encuentran las empresas, etapa de introducción, así como la fase expansiva en la que se encontraba la economía durante el periodo de estudio influye sobre la evolución de las ratios analizadas. Así, conforme los empresarios van adquiriendo destrezas, optimizando la estructura productiva y desarrollando habilidades comerciales en la gestión de clientes y proveedores, la rentabilidad económica y la generación de flujos de caja aumenta. Por su parte, la rentabilidad financiera de las empresas decrece conforme disminuye el riesgo de fracaso asociado al inicio de la actividad empresarial. Por otro lado, el uso de intermediación bancaria por parte del ICO para conceder los fondos públicos lleva a plantearse si las entidades financieras utilizan de forma discrecional estos recursos, esto es, si conceden la financiación a sus clientes preferentes. De esta forma no se estaría paliando la restricción al crédito. Esta apreciación se detecta en la encuesta, ya que la mayor parte de los beneficiarios del ICO manifiestan que sin la ayuda hubieran llevado cabo su proyecto o hubieran obtenido la misma financiación en condiciones similares, a diferencia de los avalados por SGR.

En relación al perfil del empresario beneficiario de apoyos públicos, los análisis ponen de manifiesto que la edad media de los emprendedores que acuden a los sistemas públicos se sitúa en los 40 años, aunque destaca el incremento de los empresarios con edades entre los 25-35 y el progresivo acceso de las mujeres a la actividad emprendedora a lo largo de los últimos cinco años. En cuanto a la experiencia empresarial se contrasta que, para la mayor parte de los empresarios, la actual empresa es su primera aventura empresarial, aunque han accedido a ella por haber adquirido unos conocimientos previos trabajando por cuenta ajena en el mismo sector de actividad o por la tradición familiar. Por otro lado, destaca la alta valoración otorgada por los beneficiarios tanto a los propios programas financieros – 8 y 7 sobre 10 para los beneficiarios del ICO y de SGR. No obstante, esta alta valoración no debe encubrir las deficiencias puestas de manifiesto por los beneficiarios del sistema: el excesivo seguimiento realizado por las entidades públicas para comprobar la inversión realizada y la burocracia

y los trámites administrativos necesarios. En relación con las garantías exigidas, se produce una contradicción en el sistema de garantías. Los resultados evidencian que la obtención del aval supone un coste importante en términos de exigencias de contragarantías a las empresas beneficiarias por parte de las propias SGR, así como del banco que otorga el crédito, con el fin de asegurar el riesgo en que incurren. Tan sólo al 13% de las empresas de reciente creación que han acudido a una SGR no se le ha exigido ningún tipo de garantía. Por esta razón, de la misma forma que el sistema de garantías recíprocas tiene como objetivo reducir las barreras de entrada al crédito a largo, con el requisito de las garantías adicionales crea nuevas barreras de entrada de naturaleza similar a las que trata de eliminar. Por otro lado, los emprendedores muestran una alta sensibilidad en relación con las ayudas públicas. Concretamente, al analizar los componentes determinantes de la *performance* de la actividad emprendedora reciente, la contribución de las ayudas públicas para la creación de la empresa es el factor más explicativo de la actividad emprendedora temprana. El resto de factores que se consideran determinantes para iniciar una aventura empresarial son: la obtención de un nivel de rentas suficientes, la disposición de un producto adecuado, la experiencia familiar, la calidad de vida laboral y el reconocimiento social.

Finalmente, la investigación propone como alternativas para el crecimiento de las empresas que logran consolidarse, y como respuesta al actual contexto económico de recesión y desapalancamiento de la economía, la vía de fusiones entre Pymes como fórmula de crecimiento exterior y el acceso a los mercados bursátiles para Pymes, en especial, el Mercado Alternativo Bursátil (MAB).

Summary:

The doctoral thesis “Analysis of the funding of business activity” analyses the efficiency of the various kinds of public financial support available in Spain for newly-created businesses as well as it examines the profile of entrepreneurs and the assessment of this support provided by entrepreneurs receiving it. The main objective of this doctoral thesis is studying the problems surrounding funding for entrepreneurs and new businesses, and the solutions provided by public institutions. One of the first decisions that any entrepreneur has to make is how to procure funding. Due to the lack of own resources, entrepreneurs see themselves obliged to apply for external funding. This is conditioned upon the decision of money-lending institutions that restrict loans given to borrowers because of the lack of information and guaranties provided by entrepreneurs. This situation calls for the need for public funding support.

This research is structured in two different parts: the first part provides a conceptual framework about entrepreneurial activity and examines the problems to access funding with which new businesses are faced; the second part consists of an empirical analysis conducted on a sample of companies established between 2000 and 2002 that have been less than three years in operation and have used the public funding support system. In particular, the sample is made up of businesses that have obtained a guarantee from a *Sociedad de Garantía Recíproca (SGR)* - Mutual Guarantee Society in Spanish - (2,218), businesses that have had access to funding from banks through the *Instituto de Crédito Oficial (ICO)* - the Spanish State-owned National Credit Institution - programme for SMBs (10,018), and business that have used both systems at the same time (279). From the *Sistema de Análisis de Balances Ibéricos* - Iberian Balance Analysis System - database, the following data have been collected: a control group (7,516) representing businesses that have been less than three years in operation and have not procured any financial support, and two extreme-behaviour groups, i.e., businesses that have not turned to long-term external funding and have financed themselves (3,291) and businesses with more than 75% of their funding coming from external long-term resources (1,720).

Establishing these groups allows for the application of a counterfactual methodology whose objective is detecting the possible causal relationship between the public aid given and the performance of businesses by checking any significant differences regarding efficiency variables between the businesses that have received public funding and the ones that have not received any. For the analyses, business classification criteria such as size, area of activity, and geographical location (according to NUTS-1) have been taken into consideration. In order to reach this objective, I have conducted an analysis of efficiency variables by contrasting statistical data and analysing time series. In addition, I have conducted a factorial analysis to obtain the components that explain the efficiency variables, and an econometric model with dummy variables that goes into the sensitivity of these variables in further depth. Moreover, I have conducted a qualitative analysis by means of a survey addressed to three groups of entrepreneurs: *SGR* guarantee beneficiaries, *ICO* beneficiaries, and a sample of entrepreneurs.

ICO beneficiary companies optimise the aid that they have received along their lifespan since their economic profitability is higher than that of the rest of the groups and their financial profitability is similar to that of the control sample. By contrast, the evolution of the economic profitability of businesses that obtained a guarantee is effective as long as they have financial support, but, as funds are repaid, they find new complications, and find themselves positioned under market levels. This way, the aid given by an *SGR* overcomes financial access barriers while the *ICO* aid does not seem to fulfill this objective, taking into consideration the good results obtained. Regarding productivity, all businesses progress well thanks to the incorporation of the latest technological innovations since the businesses are set up as well as the reduction in real terms of salary value. However, as long-term external capital increases so does, it seems, productivity. This means that businesses receiving financial aid perform better than the ones in the control group. It is important to stress that the point at which these businesses are in their lifespan (initial stage) and the expansive economic situation which took place as this study was being conducted have a bearing over the evolution of the ratios analysed. In this regard, as entrepreneurs acquire skills, optimise the productive structure and develop commercial skills in customer and supplier management, economic profitability and cash-flow generation increases. For their part, the companies' financial profitability decreases as the failure risk connected to the start of activity diminishes. By contrast, banking intermediation by *ICO* needed to provide public funding raises the question whether financial institutions use these resources responsibly, that is, whether they provide funding only to their preferred customers. Were this to happen, the restriction on loans would not be alleviated. This particular interpretation can be read in the survey as most of *ICO*'s aid beneficiaries state that they would have developed their project without this kind of aid or they would have obtained the same kind of funding in similar circumstances, unlike the *SGR* guarantee beneficiaries.

As far as the profile of the entrepreneur receiving public funding is concerned, the analysis demonstrates that the average age of entrepreneurs who apply for public aid is 40. Yet, it is worth noting that, in the last five years, entrepreneurs aged 25-35 have increased and women have also progressively started new businesses. Regarding entrepreneurial experience, for most entrepreneurs, their current company is their first entrepreneurial attempt, though they have had previous training in the same sector as they have worked for other companies or a family business before. In addition, results show that the entrepreneurs receiving public aid have assessed these financial programmes highly (on a scale where 10 is the highest, *ICO* and *SGR* programmes were rated 8 and 7 accordingly). However, this assessment should not conceal the shortcomings noticed by entrepreneurs receiving these aids such as the excessive monitoring implemented by public institutions to check investment, bureaucracy, and the administrative procedure necessary to access funding. Regarding the guarantees that entrepreneurs must supply, the system appears to be contradictory. Results show that obtaining a guarantee involves high expenses on account of the counter-guarantees *SGR* beneficiary companies are required to supply and the requirements imposed by the bank providing the loan to insure the risk entrepreneurs are taking. Only 13% of new companies that have applied for *SGR* support have not been required to supply any guarantee. This way, the reciprocal guarantee system, which aims at easing the access to long-term loans, creates new obstacles which are similar to those

it purports to remove by adding new requirements. Further, entrepreneurs demonstrate a high sensitivity in regard to public help. In particular, upon analysis of the components determining the performance of recent entrepreneurial activity, the contribution of public help to the creation of a company is the most relevant variable. The rest of variables that are considered relevant for starting a new business are: obtaining enough income, having a suitable product, family experience, quality of labor life and social recognition.

Finally, as alternatives for growth for the companies that manage to go solid, as a response to the current economic context of recession, and as a strategy to put an end to a period of economic stagnation, this study proposes that SMBs merge among themselves as a way to grow as well as it suggests that they access stock markets for SMBs, particularly the *Mercado Alternativo Bursátil (MAB)* - Alternative Stock Market.