
¿ES LA DEUDA DE LAS PYMES ESPAÑOLAS UN ASUNTO REGIONAL?

MARÍA JOSÉ PALACÍN SÁNCHEZ (*)

LUIS M. RAMÍREZ HERRERA

Universidad de Sevilla

Con bastante frecuencia se analizan las diferencias entre las distintas comunidades autónomas españolas o lo que es lo mismo el grado de convergencia existente entre las mismas, lo que resulta vital para garantizar el desarrollo igualitario de todos sus individuos, ya sean personas físicas o jurídicas, independientemente de la zona en la que se localicen. En este

sentido, el crecimiento del producto interior bruto, el nivel de desempleo, la inflación, el grado de competitividad, el nivel de productividad, la presión fiscal, el servicio sanitario o el nivel de educación son algunas de las variables que se han tenido en cuenta para analizar y comparar el mapa autonómico español.

En este tipo de planteamiento, las comparaciones regionales a nivel de empresa son muy importantes, puesto que ellas, y en especial las pequeñas y medianas empresas (Pymes) que representan el 99,9% del tejido empresarial español, son el motor de desarrollo económico de los distintos territorios. Una de las variables que resulta crucial para el buen funcionamiento de las empresas y por tanto para garantizar su viabilidad es el endeudamiento empresarial (Fernández y Revilla, 2010). Tener un nivel excesivo de deuda o tener limitaciones en el acceso a la misma puede ocasionar importantes problemas a las empresas, o incluso, su desaparición, especialmente a las Pymes. Desde una óptica regional, sería conveniente que las empresas españolas independientemente de la comunidad autónoma en la que se localicen tuvieran las mismas condiciones de acceso a la financiación tanto en términos de volumen como de coste, sin embargo ¿podemos estar segu-

ros de que no existen diferencias regionales en este aspecto?

Comparar la estructura financiera de las empresas en función del territorio en el que se localizan es una línea de investigación relativamente novedosa en finanzas corporativas. Esta línea se basa en la idea de que los factores del entorno institucional afectan a la estructura de capital de manera que las diferencias en los sistemas financieros, los sistemas fiscales, la protección del inversor o el grado de desarrollo económico entre los territorios en los que operan las empresas, explicarían diferencias en su endeudamiento, tal como señalaban La Porta *et al.* (1998).

La mayoría de los estudios han realizado comparaciones entre países, ya sea utilizando muestras de empresas grandes y cotizadas, o muestras de Pymes. Sin embargo y de manera novedosa están empezando a aparecer trabajos como el de Rocca *et al.* (2010) que analizan la importancia de los factores institucionales utilizando muestras de empresas que pertenecen a un único país.

En este caso, la idea es que dentro de un país pueden existir diferencias institucionales que sean rele-

vantes a la hora de elegir la estructura financiera, siendo la influencia de estos factores especialmente relevante para las Pymes, puesto que ellas tienen limitaciones para acceder a los mercados financieros e incluso, a los intermediarios financieros domésticos que les quedan alejados geográficamente (Demirgüç-Kunt and Maksimovic, 1999).

El objetivo del presente trabajo es contrastar si la deuda empresarial en las Pymes españolas presenta asimetrías a nivel regional. El estudio se realiza sobre una amplia muestra de empresas españolas situadas en las 17 comunidades autónomas. Este trabajo viene a cubrir una laguna en la investigación sobre la financiación en las Pymes, puesto que, según nos consta, los estudios que han analizado los factores determinantes del endeudamiento en las Pymes españolas han obviado el factor localización, y por otro lado, si bien existen estudios descriptivos sobre la deuda empresarial en las distintas comunidades autónomas españolas como los que regularmente desarrolla Maroto (2010), no existe ninguno en el que de manera estadísticamente significativa se haya tratado esta cuestión.

El trabajo se estructura del siguiente modo. En la sección segunda se presenta la evidencia empírica sobre la importancia de los factores institucionales del entorno en las decisiones de financiación de las Pymes. En la sección tercera se describe la muestra utilizada y se presentan los resultados del análisis. Por último, en la sección cuarta se recogen las principales conclusiones alcanzadas.

EVIDENCIA EMPÍRICA SOBRE LA IMPORTANCIA DE LOS FACTORES INSTITUCIONALES EN LA ESTRUCTURA FINANCIERA DE LAS PYMES †

Una cuestión clave en finanzas es determinar hasta qué punto los factores institucionales del entorno en el que opera la empresa pueden afectar a sus decisiones de financiación. El reconocimiento de estos factores puede ayudar, por un lado, a explicar mejor la formación de la estructura financiera de las empresas, y por otro lado, a que los poderes públicos articulen medidas para corregir asimetrías en este tema, puesto que la financiación es un aspecto clave de la competitividad empresarial, sobre todo en tiempos de crisis.

Los estudios empíricos que analizan la importancia de los factores institucionales en la definición de la estructura financiera requieren utilizar muestras de empresas situadas en distintas zonas geográficas, siendo mayoritarios los que realizan comparaciones entre países. Los primeros estudios se centraron en empresas cotizadas. Entre ellos podemos destacar los de Rajan y Zingales (1995) y López-Iturriaga y Rodríguez-Sanz (2008) que analizan países desarrollados; y los de Demirgüç-Kunt y Maksimovic (1999), Booth *et al.* (2001), de Jong *et al.* (2008) y Fan *et al.* (2012) que comparan la estructura financiera de empresas situadas en países desarrollados y en desarrollo.

La mayoría de estos trabajos identifican diferencias en la estructura financiera de las empresas por países, y entre los factores institucionales que podrían explicar estas diferencias establecen el sistema fiscal, las leyes de la bancarrota, el grado de desarrollo de los mercados financieros y el sistema bancario, el grado de protección a los prestamistas, la tasa de crecimiento del producto interior bruto y la tasa de inflación.

Con posterioridad, los estudios sobre el rol de los factores institucionales en la deuda empezaron a analizar Pymes situadas en distintos países porque, como afirman Giannetti (2003) y Hall *et al.* (2004), probablemente la estructura financiera de las Pymes presente una mayor variabilidad entre países, dado que las Pymes no tienen acceso a los mercados financieros nacionales y a los internacionales es prácticamente imposible, ni están sometidas a las normas y escrutinio internacional. Por este motivo, probablemente los factores específicos del país sean más relevantes para definir la estructura financiera de las Pymes.

Siguiendo esta línea de investigación Giannetti (2003) y Utrero-González (2007), comparan la estructura financiera de empresas grandes y pequeñas presentes en países desarrollados, y encuentran diferencias significativas por países en el nivel de endeudamiento, que son especialmente importantes entre las empresas no cotizadas, siendo los responsables de tales diferencias ciertos factores institucionales como el grado de protección a los prestamistas y a los accionistas, el grado de permisividad en la aplicación de la ley y el grado de desarrollo del mercado financiero y bancario.

Con posterioridad, Hall *et al.* (2004) y Psillaki y Daskalakis (2009) analizan exclusivamente Pymes presentes en diversos países europeos y encuentran diferencias en la estructura financiera, sugiriendo que las mismas pueden deberse a divergencias en los factores que definen el entorno institucional del país.

El último avance en la investigación sobre la relevancia de los factores institucionales ha sido comparar la estructura financiera de empresas, especialmente Pymes, situadas en distintas regiones de un determinado país. La ventaja fundamental de este tipo de análisis frente a las comparaciones entre países, ya comentadas, es que reduce la dificultad de establecer la relación entre las decisiones de financiación de las empresas y los distintos factores institucionales. El motivo es que al comparar zonas de un mismo país, partimos de una situación más homogénea dado que muchos de los factores institucionales son comunes en todo el territorio, y solo habrá variaciones en algunos.

Los estudios regionales, de más tradición en la investigación económica (Cuadrado-Roura, 2010), son relativamente novedosos en el campo de la estructura financiera, pudiendo destacar, en el ámbito de las Pymes, el estudio de Rocca *et al.* (2010) en Italia. Estos autores analizan si el desarrollo financiero regio-

nal y la efectividad local del sistema legal tienen efecto en las decisiones de financiación. Los resultados alcanzados apoyan sus hipótesis de partida, de manera que la estructura financiera, en parte, es resultado de los factores institucionales regionales.

MUESTRAS Y RESULTADOS

Para nuestra investigación utilizamos una muestra de Pymes españolas en el período 2004-2007. La información se ha obtenido de la base de datos SABI (Sistema de Análisis de Balances Ibéricos) que suministra los estados financieros de las empresas españolas para una serie de años. Como es normal en este tipo de estudios se excluyeron las empresas financieras. Todas las empresas que forman la muestra se ajustan a la definición de Pymes establecida por la Comisión Europea en 2003 (1). Además, dichas empresas disponían de información financiera para el período requerido y no presentaban fondos propios ni resultados del ejercicio negativos en ninguno de los períodos analizados. Finalmente, obtenemos una muestra de 13.838 empresas españolas con presencia en las 17 comunidades autónomas, y un total de 55.352 observaciones empresa-año. Como variable indicativa de la estructura financiera, tomamos el nivel de endeudamiento de la empresa que medimos como el cociente entre la deuda y los activos totales de la empresa.

El cuadro 1 presenta el análisis descriptivo de los datos de manera agregada y por año. A la vista de los resultados podemos destacar, en primer lugar, el alto nivel de endeudamiento de la Pyme española (el 57,37% del total de los recursos utilizados son ajenos para el período de estudio comprendido entre 2004 y 2007). Estos resultados están en línea con los mostrados por Maroto (2010) para una muestra de Pymes españolas. Si tenemos en cuenta la evolución del endeudamiento a lo largo de estos cuatro años, observamos como se ha producido una disminución del mismo (especialmente en 2007), pasando del 58,44% en 2004 a un 55,94% en 2007.

La reducción en el 2007 empieza a reflejar los efectos de la crisis en la estructura financiera de las empresas, debido a las mayores dificultades para obtener financiación bancaria. La desviación típica asociada a los valores medios de endeudamiento refleja una gran dispersión entre las empresas de la muestra. La cuestión clave es si parte de esa variabilidad puede ser explicada por el factor regional, es decir, por las diferencias institucionales entre los territorios en los que operan las empresas.

Resultados

Para analizar si existen diferencias significativas en la estructura financiera de las Pymes españolas en función del grupo -comunidad autónoma- al que pertenezcan empezamos con un análisis intuitivo que pretende comparar el nivel de endeudamiento me-

CUADRO 1
DESCRIPTIVOS DE LA MUESTRA

Periodo	Descriptivos	Endeudamiento total (%)
Periodo 2004 - 2007	Media	57,37
	Desviación típica	22,38
	Mínimo	99,65
	Máximo	0,11
	Nº de observaciones	55.35
2004	Media	58,44
	Desviación típica	22,26
2005	Media	57,71
	Desviación típica	22,23
2006	Media	57,36
	Desviación típica	22,27
2007	Media	55,94
	Desviación típica	22,67

FUENTE: Elaboración propia a partir de los datos de la muestra.

CUADRO 2
ENDEUDAMIENTO TOTAL MEDIO
POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS

Comunidad Autónoma	Endeudamiento total	Nº de empresas
Extremadura	0,664	162
Andalucía	0,655	1.204
Murcia	0,636	417
Castilla La Mancha	0,62	524
Galicia	0,606	797
Castilla y León	0,588	716
Madrid	0,582	1.834
Asturias	0,576	310
C. Valenciana	0,575	1.603
España (total muestra)	0,574	13.838
Cataluña	0,557	3.452
Aragón	0,55	545
Baleares	0,546	335
País Vasco	0,535	840
Navarra	0,528	259
La Rioja	0,51	223
Cantabria	0,506	120
Islas Canarias	0,434	497

FUENTE: Elaboración propia a partir de los datos de la muestra.

dio de las empresas presentes en cada comunidad. Con posterioridad utilizamos la técnica estadística del análisis de varianza (ANOVA) que nos permite comparar las medias de los grupos y obtener resultados estadísticamente significativos. Además, con esta técnica si apreciamos diferencias en el nivel de endeudamiento de las Pymes en función del factor regional, es posible determinar entre qué grupos se dan tales diferencias.

El cuadro 2 refleja el endeudamiento total medio de las empresas de la muestra por comunidades autónomas. Éstas aparecen ordenadas en función del nivel de deuda de las Pymes localizadas en cada te-

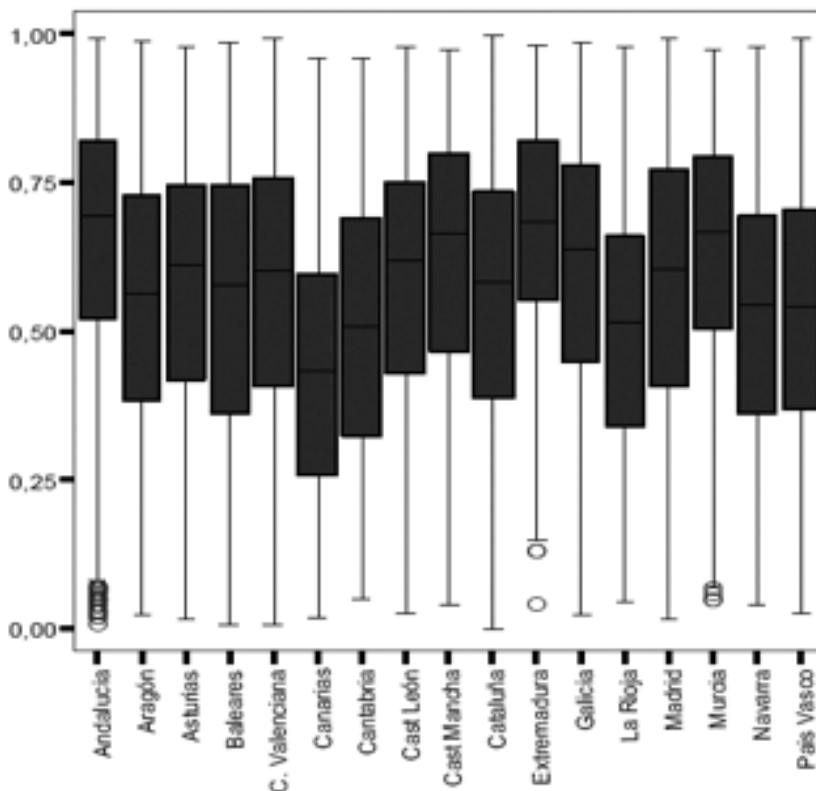


GRÁFICO 1
DIAGRAMA DE CAJAS DEL ANOVA DEL NIVEL DE ENDEUDAMIENTO EN LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS

FUENTE: Elaboración propia a partir del análisis estadístico de la muestra

ritorio. En el grupo de las Pymes más endeudadas destacan las extremeñas, las andaluzas y las murcianas, con valores superiores al 63%. Por el contrario, entre las menos endeudadas tenemos a las Pymes situadas en las Islas Canarias, con un valor extraordinariamente bajo (43,4%), y en Cantabria, La Rioja, Navarra y el País Vasco, con valores de deuda inferiores al 54%. El resto de comunidades se mueven alrededor de ese valor medio de endeudamiento de la muestra total del 57,4%.

Para analizar si las diferencias en el nivel de deuda entre las distintas comunidades son estadísticamente significativas realizamos el análisis de varianza. Los resultados se presentan en el cuadro 3 (2). El panel A muestra que podemos negar la igualdad de medias entre las distintas regiones con un nivel de confianza del 99%.

Por tanto, la comunidad autónoma a la que pertenecen las empresas influye en su nivel de endeudamiento. Este resultado es muy relevante puesto que es conocida la robustez del análisis ANOVA, lo que implica, por una parte, la posibilidad de violaciones de supuestos estadísticos exigidos por el propio ANOVA, y por otra, la estabilidad de sus conclusiones. En este sentido, mucho tiene que cambiar la estructura de la población para que el ANOVA genere conclusiones diferentes (3). Esta robustez se refuerza en nuestro caso con un tamaño muestral (13.838 empresas) que se considera perfectamente asintótico.

Una vez confirmada la influencia de la comunidad

autónoma en la estructura financiera de las Pymes españolas, vamos a identificar entre qué comunidades existen diferencias significativas. Los resultados de la prueba que implica hacer comparaciones bilaterales entre las distintas zonas aparecen en el panel B, en donde la región sombreada implica una cierta homogeneidad con respecto a la región con la que se compara, mientras que la que aparece en blanco presenta diferencias estadísticamente significativas.

En el panel B observamos, por un lado, que la mayoría de las comunidades presentan diferencias significativas entre ellas y por otro lado, que es posible definir ciertos grupos con un comportamiento homogéneo con respecto al nivel de endeudamiento. Un primer grupo estaría formado por Canarias, un segundo grupo estaría formado por Andalucía, Extremadura y Murcia (si bien esta última tiene afinidad con otras comunidades) y un tercer grupo, no ya tan nítido, sería el formado por Navarra, País Vasco, La Rioja y Cantabria.

Con respecto al resto de las comunidades es difícil encontrar un patrón en cuanto a los niveles de endeudamiento de sus Pymes. El gráfico 1 nos ayuda a visualizar estos grupos, observando en el mismo cómo los rectángulos correspondientes a las comunidades ubicadas en el mismo grupo prácticamente se superponen.

En definitiva, las diferencias en la estructura financiera del las Pymes, en función de la comunidad autó-

CUADRO 3
ANÁLISIS ESTADÍSTICO DE LA RELACIÓN ENTRE ENDEUDAMIENTO Y FACTOR REGIONAL

PANEL A: ANOVA para el factor Región

	Estadístico	p-valor
Brown-Forsythe	146,2044	0,000

PANEL B: Comparaciones bilaterales por factor Región*

Región I	Región J	Región I	Región J	Región I	Región J	Región I	Región J
Andalucía	Aragón	Aragón	Andalucía	Asturias	Andalucía	Baleares	Andalucía
	Asturias		Asturias		Aragón		Aragón
	Baleares		Baleares		Baleares		Asturias
	C. Valenciana		C. Valenciana		C. Valenciana		C. Valenciana
	Canarias		Canarias		Canarias		Canarias
	Cantabria		Cantabria		Cantabria		Cantabria
	Castilla y León		Castilla y León		Castilla y León		Castilla y León
	Castilla la Mancha		Castilla la Mancha		Castilla la Mancha		Castilla la Mancha
	Cataluña		Cataluña		Cataluña		Cataluña
	Extremadura		Extremadura		Extremadura		Extremadura
	Galicia		Galicia		Galicia		Galicia
	La Rioja		La Rioja		La Rioja		La Rioja
	Madrid		Madrid		Madrid		Madrid
	Murcia		Murcia		Murcia		Murcia
Navarra	Navarra	Navarra	Navarra				
País Vasco	País Vasco	País Vasco	País Vasco				
C. Valenciana	Andalucía	Canarias	Andalucía	Cantabria	Andalucía	Castilla-León	Andalucía
	Aragón		Aragón		Aragón		Aragón
	Asturias		Asturias		Asturias		Asturias
	Baleares		Baleares		Baleares		Baleares
	Canarias		C. Valenciana		C. Valenciana		C. Valenciana
	Cantabria		Cantabria		Canarias		Canarias
	Castilla y León		Castilla y León		Castilla y León		Cantabria
	Castilla la Mancha		Castilla la Mancha		Castilla la Mancha		Castilla la Mancha
	Cataluña		Cataluña		Cataluña		Cataluña
	Extremadura		Extremadura		Extremadura		Extremadura
	Galicia		Galicia		Galicia		Galicia
	La Rioja		La Rioja		La Rioja		La Rioja
	Madrid		Madrid		Madrid		Madrid
	Murcia		Murcia		Murcia		Murcia
Navarra	Navarra	Navarra	Navarra				
País Vasco	País Vasco	País Vasco	País Vasco				
Castilla La Man.	Andalucía	Cataluña	Andalucía	Extremadura	Andalucía	Galicia	Andalucía
	Aragón		Aragón		Aragón		Aragón
	Asturias		Asturias		Asturias		Asturias
	Baleares		Baleares		Baleares		Baleares
	C. Valenciana		C. Valenciana		C. Valenciana		C. Valenciana
	Canarias		Canarias		Canarias		Canarias
	Cantabria		Cantabria		Cantabria		Cantabria
	Castilla y León		Castilla y León		Castilla y León		Castilla y León
	Cataluña		Castilla la Mancha		Castilla la Mancha		Castilla la Mancha
	Extremadura		Extremadura		Cataluña		Cataluña
	Galicia		Galicia		Galicia		Extremadura
	La Rioja		La Rioja		La Rioja		La Rioja
	Madrid		Madrid		Madrid		Madrid
	Murcia		Murcia		Murcia		Murcia
Navarra	Navarra	Navarra	Navarra				
País Vasco	País Vasco	País Vasco	País Vasco				

(continúa en página siguiente)

noma en la que se localizan, que se intuían en el análisis descriptivo se confirman en el estudio estadístico realizado. Además, los grupos de comunida-

des homogéneos que se han formado corresponden a los territorios más y menos endeudados que aparecerían en el cuadro 2.

CUADRO 3 (continuación)
ANÁLISIS ESTADÍSTICO DE LA RELACIÓN ENTRE ENDEUDAMIENTO Y FACTOR REGIONAL

PANEL A: ANOVA para el factor Región

	Estadístico	p-valor
Brown-Forsythe	146,2044	0,000

PANEL B: Comparaciones bilaterales por factor Región*

Región I	Región J	Región I	Región J	Región I	Región J	Región I	Región J
La Rioja	Andalucía	Madrid	Andalucía	Murcia	Andalucía	Navarra	Andalucía
	Aragón		Aragón		Aragón		Aragón
	Asturias		Asturias		Asturias		Asturias
	Baleares		Baleares		Baleares		Baleares
	C. Valenciana		C. Valenciana		C. Valenciana		C. Valenciana
	Canarias		Canarias		Canarias		Canarias
	Cantabria		Cantabria		Cantabria		Cantabria
	Castilla y León		Castilla y León		Castilla y León		Castilla y León
	Castilla la Mancha		Castilla la Mancha		Castilla la Mancha		Castilla la Mancha
	Cataluña		Cataluña		Cataluña		Cataluña
	Extremadura		Extremadura		Extremadura		Extremadura
	Galicia		Galicia		Galicia		Galicia
	Madrid		La Rioja		La Rioja		La Rioja
	Murcia		Murcia		Madrid		Madrid
	Navarra		Navarra		Navarra		Murcia
	País Vasco		País Vasco		País Vasco		País Vasco
País Vasco	Andalucía						
	Aragón						
	Asturias						
	Baleares						
	C. Valenciana						
	Canarias						
	Cantabria						
	Castilla y León						
	Castilla la Mancha						
	Cataluña						
	Extremadura						
	Galicia						
	La Rioja						
	Madrid						
	Murcia						
	Navarra						

Nota: * significativo al nivel del 95%.

FUENTE: Elaboración propia a partir del análisis estadístico de la muestra.

CONCLUSIONES

En este trabajo hemos estudiado si el endeudamiento de las Pymes españolas presenta asimetrías en función de la comunidad autónoma en la que se localizan. Realizar este tipo de análisis en un país como España resulta interesante porque si bien hay muchos factores institucionales que comparten las comunidades (por ejemplo la regulación de la suspensión de pagos, los mercados financieros, la protección a los inversores, etc.) también es posible identificar divergencias entre ellas. Estas divergencias institucionales es de esperar que tengan efectos en las empresas y en su financiación.

El análisis realizado revela, en primer lugar, que el nivel de endeudamiento se ve afectado de manera

significativa por el factor regional. En segundo lugar, hemos encontrado que hay diferencias significativas entre la mayoría de las comunidades autónomas en términos de deuda empresarial, siendo posible definir ciertos grupos que presentan un comportamiento homogéneo en cuanto a los niveles medios de endeudamiento de sus Pymes. Un primer grupo estaría formado por Canarias, un segundo grupo estaría formado por Andalucía, Extremadura y Murcia y un tercer grupo, no ya tan nítido, sería el formado por Navarra, País Vasco, La Rioja y Cantabria.

Los resultados alcanzados nos permiten intuir los factores institucionales que pueden estar afectando a las diferencias de endeudamiento entre las Pymes por comunidades. Por un lado, la regulación fiscal y otras regulaciones especiales influyen. En este caso,

Canarias sería el más claro exponente. Por otro lado, las diferencias autonómicas en el grado de desarrollo económico también parecen afectar porque entre las más endeudadas y las menos se encuentran las zonas que tradicionalmente presentan un menor y mayor (4) producto interior bruto *per cápita* (según publica el Instituto Nacional de Estadística).

Además, otros factores institucionales también podrían ser influyentes. Entre ellos podemos destacar el grado de desarrollo del sistema financiero regional, que según han estudiado Carbó *et al.* (2009) no es homogéneo en España, lo que puede originar que las condiciones de acceso a la financiación varíen en función del territorio; o las diferencias culturales y empresariales entre zonas.

Estas conclusiones son muy importantes, porque si existen asimetrías en el endeudamiento de las Pymes por disfunciones territoriales a nivel español, los poderes públicos deberían introducir medidas que favorezcan la convergencia de las distintas comunidades autónomas en las condiciones de financiación. Esta idea no es nueva, porque ya en el seno de la Unión Europea se han tratado de eliminar todos aquellos factores que restan competitividad a las empresas por las diferencias institucionales entre los países, y en nuestra opinión, no tendría sentido que dentro de un mismo país se mantuvieran este tipo de asimetrías.

En investigaciones futuras sería interesante profundizar en los factores institucionales regionales, para identificar cuáles son relevantes para explicar las diferencias en la estructura financiera de las Pymes y cómo afectan al endeudamiento.

(* Este trabajo ha sido financiado en parte por el Proyecto de Investigación de Excelencia P09-FQM-5052 de la Consejería de Innovación, Ciencia y Empresa de la Junta de Andalucía.

NOTAS

- [1] La definición de PYME se basa en tres parámetros: (a) número de empleados igual o superior a diez y menor que 250; (b) ingresos de explotación iguales o superiores a dos millones de euros e inferiores a cincuenta millones de euros; y (c) activos totales iguales o superiores a dos millones de euros e inferiores a cuarenta y tres millones de euros.
- [2] Debemos precisar que hemos comprobado las condiciones de normalidad y homocedasticidad (igualdad de las varianzas) de la variable endeudamiento en los distintos grupos (comunidades autónomas) al objetivo de aplicar el estadístico más adecuado.

- [3] En este sentido, es cierto que la reciente crisis puede haber provocado cambios en la estructura financiera de las empresas que un análisis descriptivo reflejaría, pero no en sus factores determinantes, por lo que es lógico suponer que las diferencias regionales en la estructura financiera de las empresas siguen siendo significativas.
- [4] Al menos para el caso de Navarra y el País Vasco, y no tanto para La Rioja y Cantabria.

BIBLIOGRAFÍA

- BOOTH, L.; AIVAZIAN, V.; DEMIGURÇ-KUNT, L. y MAKSIMOVIC, V. (2001): «Capital structures in developing countries», *The Journal of Finance*, Vol. 56, pp.87-130.
- CARBÓ, S.; RODRÍGUEZ-FERNÁNDEZ, F. y UDELL, G. (2009): «Bank market power and SME financing constraints», *Review of Finance*, vol. 13, pp. 309-340.
- CUADRADO-ROURA, J. (ed.) (2010). *Regional policy, economic growth and convergence. Lesson for Spanish case*. London: Springer.
- DE JONG, A.; KABIR, R. y NGUYEN, T. (2008): "Capital structure around the world: The roles of firms and country specific determinants", *Journal of Banking and Finance*, vol. 32, pp. 1954-1969.
- DEMIRGUÇ-KUNT, L. y MAKSIMOVIC, V. (1999): «Institutions, financial markets and firm debt maturity», *Journal of Financial Economics*, vol. 54, pp. 295-336.
- FAN, J.; TITMAN, S. y TWITE, G. (2012): «An international comparison of capital structure and debt maturity choices», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 47, nº 1, pp. 23-56.
- FERNÁNDEZ, Z. y REVILLA, A. (2010): «Hacer de la necesidad virtud: los recursos de las Pymes», *Economía Industrial*, 375, pp. 53-64.
- GIANNETTI, M. (2003): «Do better institutions mitigate agency problems? Evidence from corporate finance choices», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 38, nº 1, pp. 185-212.
- HALL, G.; HUTCHINSON, P. y MICHAELAS, N. (2004): «Determinants of the capital structures of European SMEs», *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 31, nº 5, pp.711-728.
- LA PORTA, R.; LÓPEZ DE SILANES, F. y SHLEIFER, A.; VISHNY, R. (1998): «Law and finance», *The Journal of Political Economic*, vol. 106, pp. 1113-1155.
- LÓPEZ-ITURRIAGA, F. y RODRÍGUEZ-SANZ, J. (2008): «Capital structure and international setting: a decompositional and international analysis», *Applied Economics*, vol. 40, pp. 1851-1864.
- MAROTO ACÍN, J. A. (2010): Las Pymes españolas con forma societaria. Estructura económico-financiera y Resultados (Ejercicios 2003-2007 y avance 2008). Colegio de Registradores de la Propiedad, Bienes Muebles y Mercantiles de España.
- PILLAKI, M. y DASKALAKIS, N. (2009): «Are the determinants of capital structure country or firm specific?», *Small Business Economics*, vol. 33, pp. 319-333.
- RAJAN, R. y ZINGALES, L. (1995): «What do we know about capital structure? Some evidence from international data», *The Journal of Finance*, vol. 50, pp.1421-1460.
- ROCCA, M.; ROCCA, T. y CARIOLA, A. (2010): «The influence of local institutional differences on capital structure of SMEs: evidence from Italy», *International Small Business Journal*, vol. 28, nº 3, pp. 234-257.
- UTREDO-GONZÁLEZ, N. (2007): «Banking regulation, institutional framework and capital structure: International evidence from industry data» *The Quarterly Review of Economics and Finance*, vol. 47, pp. 481-506.