

# LA POLÍTICA FINANCIERA DE LAS PYMES. LA INFLUENCIA DEL INCENTIVO FISCAL DE LA RESERVA PARA INVERSIONES

**MARÍA VICTORIA PÉREZ MONTEVERDE**

*Profesora contratada Doctora Departamento  
de Economía Financiera y Contabilidad.  
Universidad de La Laguna*

Este trabajo ha sido seleccionado para su publicación por: don José Ramón GONZÁLEZ GARCÍA, doña María Teresa DEL VAL NÚÑEZ, don José Antonio GONZALO ANGULO, doña Herenia GUTIÉRREZ PONCE, don LORENZO LARA LARA y don Alejandro LARRIBA DÍAZ ZORITA.

## **Extracto:**

**E**STE trabajo, por una parte, constata la importancia de la pequeña y mediana empresa, especialmente, en la economía canaria, realizando una descripción de las características principales de la reserva para inversiones.

Por otra, contextualiza los fundamentos teóricos relativos a la estructura de capital y la política de dividendos de las empresas, así como la evidencia empírica de sus factores explicativos, al ámbito de las pymes canarias.

Por último, realiza un análisis de los beneficios potenciales que pueden obtener las empresas que ajustan sus ratios de endeudamiento y tasas de reparto a los *target* que impone el Régimen Económico y Fiscal.

**Palabras clave:** política financiera, pymes, incentivos fiscales, deuda y reserva para inversiones.

# FINANCIAL POLICY OF SMEs. THE INFLUENCE OF THE INVESTMENT RESERVE TAX INCENTIVE

**MARÍA VICTORIA PÉREZ MONTEVERDE**

*Profesora contratada Doctora Departamento  
de Economía Financiera y Contabilidad.  
Universidad de La Laguna*

Este trabajo ha sido seleccionado para su publicación por: don José Ramón GONZÁLEZ GARCÍA, doña María Teresa DEL VAL NÚÑEZ, don José Antonio GONZALO ANGULO, doña Herenia GUTIÉRREZ PONCE, don LORENZO LARA LARA y don Alejandro LARRIBA DÍAZ ZORITA.

## **Abstract:**

**T**HIS work, first, notes the importance of the small and median enterprises, especially, in the Canary economy, describing the main features of the investment reserve.

In addition, it contextualises the theoretical foundations regarding the capital structure and the dividend policy of the firms, as well as the empirical evidence of his explanatory factors, in the scope of the Canary SMEs.

Finally, it realises an analysis of the potential benefits that can be obtained by the companies that adjust their debt ratios and rates of distribution to the targets imposed by the Economic and Fiscal Regime.

**Keywords:** financial policy, SMEs, tax incentives, debt and investment reserve.

# Sumario

1. Introducción.
2. Las pymes canarias. Especial referencia a la reserva para inversiones.
  - 2.1. Estructura del tejido empresarial de la provincia de Santa Cruz de Tenerife.
  - 2.2. La reserva para inversiones.
3. La teoría de la agencia en las pymes: información asimétrica y la teoría del *pecking order*.
4. Las incidencias impositiva y de los sistemas legal y económico-fiscal en las pymes.
  - 4.1. Ventajas fiscales.
  - 4.2. Generación de renta de las empresas: el ahorro impositivo.
5. Los efectos de la reserva para inversiones en la política financiera de las pymes canarias.
  - 5.1. Evolución y características del tejido empresarial que dotó la reserva.
  - 5.2. Evaluación de los efectos de la reserva.
  - 5.3. A modo de resumen.
6. Conclusiones.

Bibliografía.

## 1. INTRODUCCIÓN

La preocupación en nuestros días por conocer qué variables explican el comportamiento de las pequeñas y medianas empresas (pymes) en la determinación de su estructura de capital, y si existe una combinación óptima entre deuda y recursos propios que maximice el valor de la empresa, es más que notable.

Debemos tener presente que el desarrollo de la teoría financiera sobre la estructura de capital, a lo largo de los años, se ha centrado en las grandes empresas que, generalmente, cotizan en la Bolsa de valores. Sin embargo, en los últimos años, parece que el sector de la pequeña y mediana empresa está suscitando interés entre los investigadores. La causa del vacío teórico en las empresas de reducido tamaño se suele atribuir a la poca información que se dispone para examinar éstas.

Diversos trabajos han abordado el tema de investigación sobre la estructura de capital, aplicados todos ellos a las empresas de tamaño reducido. Así, pueden destacarse los trabajos de ANG (1991, 1992); GIBSON (1992); HALL y HUTCHINSON (1993); REID (1993); COSH y HUGHES (1994); ROBSON *et al.* (1994); STOREY (1994); CHITTENDEN *et al.* (1996); HAMILTON y FOX (1998); JORDAN *et al.* (1998); HERNANDO y VALLÉS (1992); OCAÑA *et al.* (1994); MAROTO (1996); BOEDO y CALVO (1997); ESTRADA y VALLÉS (1998); AYBAR *et al.* (1999); LÓPEZ *et al.* (1999), LÓPEZ GRACIA y AYBAR (2000).

La progresiva constatación del papel que el sector de la pequeña y mediana empresa juega en la economía de todos los países ha generado un decidido interés por el estudio de los determinantes de la política financiera, condicionantes incuestionables de las posibilidades de desarrollo de esta categoría de empresas. Un número considerable de investigaciones pioneras advirtieron los importantes problemas que afrontan las empresas de reducido tamaño para financiar sus proyectos de inversión y crecer, acuñando el término déficit de financiación (*finance gap*), característico de las pymes (BATES, 1971).

El déficit de financiación propio de las pymes comporta que las condiciones en que se desenvuelven éstas son, en general, bastantes precarias, dado que su tamaño reducido les emplaza en una situación de debilidad en los mercados financieros. Principalmente, porque la asimetría informativa propia de estos mercados influye, particularmente, a estas empresas, controladas con frecuencia por un único director-propietario.

Las pymes canarias, objeto de nuestro trabajo, presentan características económico-financieras diferenciales, así como unas condiciones fiscales particulares que no son aplicables a las empresas del resto de España, debido a las singularidades del archipiélago canario.

Estas singularidades como su situación social y económica estructural, agravada por su lejanía del continente, desintegración territorial, disminuida superficie, relieve y clima adversos y dependencia económica respecto de un limitado número de productos, perjudican las posibilidades de desarrollo de estas empresas.

La condición diferencial de la singularidad geográfica (lejanía e insularidad) de Canarias, por su ultraperifericidad, junto al resto de regiones europeas que reúnen esta condición como las portuguesas Madeira y Azores, y las francesas, Martinica, Guayana, Guadalupe y Reunión, hace que se reconozcan como regiones ultraperiféricas (RUP) de la Unión Europea. Consecuencia de este reconocimiento, la Comunidad Autónoma de Canarias disfruta tradicionalmente de un Régimen Económico y Fiscal (REF) específico respecto del vigente en el resto del territorio nacional.

## **2. LAS PYMES CANARIAS. ESPECIAL REFERENCIA A LA RESERVA PARA INVERSIONES**

### **2.1. Estructura del tejido empresarial de la provincia de Santa Cruz de Tenerife**

Las principales conclusiones del estudio de la estructura del tejido empresarial nacional y canario, para la provincia de Santa Cruz de Tenerife <sup>1</sup>, son expuestas a continuación.

La importancia de la pequeña y mediana empresa en la economía nacional y canaria queda fuera de toda duda, al representar las empresas de menos de 50 trabajadores más del 99% de la población empresarial, destacando tanto en el ámbito canario como en el nacional el elevado porcentaje de empresas sin asalariados que suponen, respectivamente, el 52,2% y el 56,8% del número total de empresas en el año 1996. Por tanto, se puede afirmar que la dimensión habitual de la empresa canaria, microempresa, coincide con la de la media nacional, si bien las empresas de las Islas presentan una ligera tendencia hacia un mayor número de trabajadores en cada uno de los estratos de dimensión (asalariados) considerados.

La pequeña dimensión se confirma con el análisis de otros indicadores empresariales. Así, más del 29% y del 36% de las empresas de la provincia de Santa Cruz de Tenerife presentan, respectivamente, una inversión total neta y una cifra de negocios inferior a 10 millones de pesetas en 1996, según datos extraídos de la base de datos de la Central de Balances de la Universidad de La Laguna (CBUL).

<sup>1</sup> Fundación FYDE-CajaCanarias (2001, págs. 30-37, 42).

Otro indicador de la reducida dimensión media del tejido empresarial canario lo proporciona el bajo porcentaje de empresas procesadas en la CBUL que someten sus cuentas anuales a auditoría, que suponen entre el 6% y el 3% del total de empresas de la CBUL, a lo largo del periodo 1990-1996, al superar los límites de dimensión establecidos a tal efecto <sup>2</sup>.

Por lo que a la distribución sectorial se refiere, en el año 1996 más del 80% de las empresas españolas y más del 61% del empleo se adscribe al sector servicios, siendo aún más intensa la terciarización de la actividad económica en Canarias en la que dichos porcentajes se elevan al 86% y al 75%, respectivamente.

El análisis del mapa sectorial del archipiélago indica que la economía canaria se caracteriza por una reducida participación del sector primario, una débil actividad industrial y constructora, y un sector servicios sobredimensionado y extremadamente dependiente de la coyuntura turística. La debilidad del sector industrial canario, que parece ser el más afectado por las desventajas económicas derivadas de la insularidad y lejanía de Canarias, también se manifiesta en su menor aportación relativa al valor añadido de la región, que supone el 9,5% frente al 22,2% en el sector industrial español.

En cuanto a la edad del tejido empresarial canario, la juventud es otra de sus notas características. A la vista de los datos, que indican que más del 90% de las empresas lleva operando menos de 10 años, se deduce que el tejido empresarial canario presenta, al igual que el nacional, elevadas tasas de natalidad y mortalidad.

Por sectores de actividad se observa que son las actividades de otros servicios las que concentran un mayor porcentaje de empresas recién creadas, presentando el 21,7% de las empresas del sector una edad igual o inferior al año, mientras que más del 53% lleva en el mercado menos de cinco años. La ampliación del intervalo de edad hasta los cinco años dispara significativamente el porcentaje de empresas que se halla en ese intervalo, siendo los sectores de comercio y hostelería las actividades que registraron una mayor expansión a comienzos de la década de los noventa, creándose en torno al 60% de las empresas de estos sectores.

El elevado porcentaje de empresas recién creadas viene asociado a la coyuntura favorable que ha caracterizado a la actividad económica a partir de 1994, siendo la industria y la agricultura los sectores donde menos iniciativa empresarial se ha generado, bien debido a las mayores necesidades de capital que exige la inversión en estos sectores, bien a las menores expectativas de rentabilidad-

<sup>2</sup> Según el artículo 203.1 y 2 de auditores de cuentas de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobada por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, se exceptúa de la obligación de las cuentas anuales ser revisadas por auditores a las sociedades que puedan presentar balance abreviado.

Por su parte, el artículo 181.1 de balance abreviado de la Ley de Sociedades Anónimas y el artículo 1 de revisión de los límites contables del Real Decreto 572/1997, de 18 de abril, por el que se revisan los límites contables de los artículos 181 y 190 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, establecen que podrán formular balance abreviado las sociedades que durante dos ejercicios consecutivos reúnan, a la fecha de cierre de cada uno de ellos, al menos dos de los requisitos siguientes:

- El límite del total del activo sea de trescientos noventa y cinco millones de pesetas.
- El límite del importe neto de su cifra anual de negocios sea de setecientos noventa millones de pesetas.
- El número medio de trabajadores empleados durante el ejercicio no sea superior a cincuenta.

riesgo asociadas a este tipo de inversión. En estos sectores es donde se encuentran las empresas de mayor antigüedad del tejido empresarial insular.

Las consecuencias económicas derivadas de la situación geográfica de Canarias y su condición de archipiélago introducen aspectos diferenciales en el comportamiento de las empresas e imponen limitaciones al desarrollo económico y a la expansión de las mismas, no sólo por la escasez de determinados recursos sino por la reducida dimensión y fragmentación de los mercados y los mayores costes que estas empresas han de soportar en el desarrollo de su actividad.

Así, cabría esperar que las empresas canarias presenten, como consecuencia de la menor dimensión del mercado y las dificultades para acceder a mercados externos en condiciones competitivas, un tamaño menor que las peninsulares, registrando también menores tasas de rentabilidad y, por consiguiente, de crecimiento debido a su menor capacidad de autofinanciación.

Sin embargo, el REF contiene una figura, propia y exclusiva, llamada la Reserva para Inversiones en Canarias –en adelante, RIC<sup>3</sup>– regulada en el artículo 27 de la Ley 19/1994, de 6 de julio, de modificación del REF de Canarias.

El Real Decreto-Ley 12/2006, de 29 de diciembre, por el que se modifican la Ley 19/1994, de 6 de julio, de modificación del REF de Canarias, y el Real Decreto-Ley 2/2000, de 23 de junio, contiene una modificación detallada del artículo 27 que regula la RIC, como consecuencia de que este beneficio fiscal debe ser adaptado a las decisiones de la Comisión Europea, dictadas a su vez bajo las prescripciones de las nuevas Directrices sobre las Ayudas de Estado de Finalidad Regional para el periodo 2007-2013.

Esta figura tributaria, la RIC, que entró en vigor a partir del año 1994, constituye una medida de incentivo fiscal a la autofinanciación empresarial e inversión productiva en el archipiélago, ya que permite a las empresas la constitución de reservas antes de la aplicación del Impuesto sobre Sociedades (IS) y, además, requiere su materialización en las Islas.

Los incentivos fiscales a la inversión<sup>4</sup> suponen una importante ayuda para el desarrollo de las empresas emplazadas en una determinada área. La reserva para inversiones es un estímulo fiscal de máxima importancia y vital interés para el impulso del desarrollo de la actividad económica en las Islas.

## 2.2. La reserva para inversiones

Los objetivos últimos para los que fue creada la principal figura del REF, la reserva para inversiones, están orientados a la creación de riqueza, a potenciar el desarrollo económico-social, a la creación de empleo y a la diversificación de la economía de las Islas Canarias en las mejores condiciones posibles.

<sup>3</sup> De este instrumento tributario, la RIC, extraemos aquellos aspectos de interés a los efectos de este trabajo.

<sup>4</sup> Del conjunto de estímulos fiscales a la inversión que han existido o que actualmente se regulan en el REF, vamos a referirnos únicamente a la reserva para inversiones por tratarse de aquél más significativo en la política de incentivos fiscales a la inversión en Canarias.

Las finalidades primordiales de la reserva para inversiones son favorecer la autofinanciación y generar iniciativa empresarial. Para ello se exige, en primer lugar, que esta reserva sea indisponible para la empresa, en tanto que los bienes en que se materialice deben permanecer, generalmente, durante cinco años en la misma. En segundo lugar, promover la reinversión empresarial de los beneficios obtenidos en Canarias. Todo ello podría contribuir al crecimiento del tejido empresarial en las Islas.

Por lo anteriormente expuesto centraremos nuestro análisis en las principales características que definen la RIC: los requisitos legales para su dotación y la tipología de activos o inversiones que la ley prevé para su materialización.

En cuanto a la dotación de la RIC, las entidades sujetas al IS tendrán derecho a la reducción en la base imponible <sup>5</sup> de las dotaciones que en cada periodo impositivo se hagan de sus beneficios a la reserva para inversiones, hasta el límite del 90% de la parte de beneficio obtenido en dicho periodo no distribuido <sup>6</sup>, en cuanto proceda de establecimientos <sup>7</sup> situados en Canarias.

Asimismo, los contribuyentes del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF) que determinen sus rendimientos netos de explotación mediante el método de estimación directa tendrán derecho a una deducción en la cuota íntegra aplicando el tipo medio de gravamen a las dotaciones anuales a la reserva procedentes de los rendimientos. Esta deducción tendrá como límite el 80% de la parte de la cuota que corresponda al importe de los rendimientos netos de explotación que provengan de actividades económicas <sup>8</sup> y de establecimientos situados en Canarias.

Respecto a la materialización de la reserva para inversiones, «las cantidades destinadas a la reserva para inversiones en Canarias deberán materializarse en el plazo máximo de tres años, contados desde la fecha del devengo del impuesto correspondiente al ejercicio en que se ha dotado la misma <sup>9</sup>, en la realización de alguna de las siguientes inversiones»:

- a) La adquisición de activos fijos constituidos por bienes muebles o inmuebles tangibles, así como los intangibles utilizados en el archipiélago canario, y necesarios para el desarrollo

<sup>5</sup> En ningún caso la aplicación de la reducción podrá ocasionar que la base imponible sea negativa.

<sup>6</sup> A estos efectos, se considerarán beneficios no distribuidos los aplicados a nutrir las reservas y el correspondiente a las rentas que se hayan beneficiado de la deducción establecida en el artículo 36.3 de la Ley 43/1995, de 27 de diciembre, del Impuesto sobre Sociedades. Sin embargo, se considerarán beneficios distribuidos los destinados a las reservas de carácter legal y los dividendos a repartir a los accionistas.

<sup>7</sup> Por establecimiento debe entenderse un conjunto organizado de elementos patrimoniales y personales dispuestos, y efectivamente utilizados, para la realización, con cierta autonomía de gestión, de una explotación económica que suponga la colocación de un bien o servicio en el mercado, sin que sea suficiente la mera titularidad o tenencia de elementos patrimoniales aislados.

<sup>8</sup> La Ley 40/1998, de 9 de diciembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y otras Normas Tributarias, suplantada con carácter general (y en particular en el art. 55.2 al remitirse a los incentivos y estímulos a la inversión contenidos en la Ley 43/1995) la usual expresión de las actividades empresariales, contenida en el artículo 27.9 de la Ley 19/1994, en sentido estricto y de las actividades profesionales, por la expresión de las actividades económicas. Esta sustitución ha de entenderse también en virtud del Real Decreto-Ley 12/2006.

<sup>9</sup> Se interpreta que se refiere al ejercicio o periodo impositivo en el que se obtiene el beneficio con cargo al cual se dota la reserva y no aquel en el que la junta general de accionistas, de acuerdo con el balance aprobado, decidirá sobre la distribución del resultado del ejercicio (art. 213.1 del RDLeg. 1564/1989) dotándose la RIC.

de actividades empresariales del sujeto pasivo o que contribuyan a la mejora y protección del medio ambiente en las Islas. Si se trata de la adquisición de activos fijos usados, éstos han de suponer una evidente mejora tecnológica <sup>10</sup> para la empresa y no podrán haberse beneficiado anteriormente de la reserva.

- «b) La suscripción de títulos valores de deuda pública de la Comunidad Autónoma de Canarias, de las Corporaciones Locales Canarias o de sus empresas públicas u Organismos autónomos, siempre que la misma se destine a financiar inversiones en infraestructura y equipamiento o de mejora y protección del medio ambiente en el territorio canario, con el límite del 50% de las dotaciones efectuadas en cada ejercicio.»
- c) La suscripción de acciones o participaciones en el capital de sociedades que desarrollen en el territorio canario su actividad y que realicen las inversiones previstas en el apartado a) anterior. A dichas inversiones no se les aplicará ningún otro beneficio fiscal <sup>11</sup>.

De acuerdo al Real Decreto-Ley 12/2006, por el que se modifica el artículo 27 de la Ley 19/1994, con efectos para los periodos impositivos que se inicien a partir de 1 de enero de 2007, las inversiones, a excepción de las expresadas en el apartado b) anterior que se corresponde con el apartado D.4.º, quedan redactadas en su artículo 27.4.

La reserva para inversiones deberá figurar en el pasivo del balance de la empresa con separación y título representativo, formando parte de los fondos propios, y expresando el ejercicio con cargo a cuyo beneficio se dotó. Asimismo, no será disponible mientras que las inversiones en que se destinó deban continuar en la empresa.

En cuanto a la permanencia de las inversiones realizadas, ésta se establece en función del tipo de activos en el que se hubieran materializado aquéllas. Así, cuando se trate de elementos de activo fijo, éstos deberán permanecer en funcionamiento en la empresa del adquirente durante cinco años como mínimo, sin ser objeto de transmisión, arrendamiento o cesión a terceros para su uso. En el caso de los valores en los que se puede materializar la RIC, deberán permanecer en el patrimonio del sujeto pasivo durante cinco años ininterrumpidos <sup>12</sup>.

<sup>10</sup> Esta mejora tecnológica se debe acreditar, en caso de comprobación de la situación tributaria del sujeto pasivo, mediante la justificación de que el elemento objeto de la deducción produce alguna consecuencia como la disminución del coste de producción unitario del bien o servicio, o la mejora de la calidad del bien o servicio (art. 2.2 del RD 241/1992, de 13 de marzo, por el que se desarrolla el artículo 94 de la Ley 20/1991, de 7 de junio, de modificación de los aspectos fiscales del REF de Canarias, en lo relativo a los incentivos fiscales a la inversión).

<sup>11</sup> El Real Decreto-Ley 3/1996, de 26 de enero, de reforma parcial de la Ley 19/1994, de 6 de julio, de modificación del REF de Canarias, especifica que la RIC puede materializarse en la suscripción de acciones o participaciones de sociedades que, aun no estando domiciliadas en Canarias, cumplan en el archipiélago los fines señalados en el artículo 27 de la ley que regula esta reserva. A su vez, esta reforma considera, excepcionalmente y de manera accesoria, en el caso de que no existiera oferta suficiente para cubrir la demanda de materialización, la posibilidad de sustituir la deuda pública Canaria por deuda pública del Estado.

<sup>12</sup> En este punto, cabe señalar que todo sujeto pasivo que intente acogerse al beneficio fiscal de la RIC debe presentar contabilidad completa de su actividad ajustada al Código de Comercio y a su normativa de desarrollo. Además, es imprescindible una correcta identificación de los activos en los que se ha materializado la reserva dotada en cada ejercicio. Figurando aquéllos en el activo del balance o, al menos, en la memoria anual y en los modelos de declaración del impuesto correspondiente. Todo ello facilitará tanto una adecuada gestión interna de la empresa, como las funciones de comprobación e inspección de los órganos competentes de la Administración Tributaria.

De hecho, el artículo 27.10 del Real Decreto-Ley 12/2006 determina que «Los sujetos pasivos deberán presentar un plan de inversiones para la materialización de la reserva que se deberá adjuntar a la declaración por el impuesto correspondiente al periodo impositivo en el que se practica la reducción prevista en este artículo...».

Las principales características de la reserva para inversiones se resumen en el siguiente cuadro.

**CUADRO 1.** Principales características de la RIC.

Quiénes pueden dotar la RIC	Límites de las dotaciones a la RIC	Opciones de materialización de la RIC
<p>Sujetos pasivos del IS.</p> <p>Sujetos pasivos del IRPF que determinen sus rendimientos netos mediante el método de estimación directa.</p>	<p>90 por 100 de los beneficios no distribuidos después de impuestos.</p> <p>80 por 100 de la cuota correspondiente a los rendimientos de explotación.</p>	<p>Adquisición de activos fijos nuevos o usados, tangibles e intangibles y situados o recibidos en Canarias.</p> <p>Suscripción de títulos valores de deuda pública de instituciones públicas canarias.</p> <p>Suscripción de títulos representativos del capital de sociedades que desarrollen su actividad en el archipiélago.</p> <p>Creación de puestos de trabajo relacionados con las inversiones iniciales en elementos patrimoniales nuevos del activo fijo material o inmaterial, que se produzca en un periodo de seis meses a contar desde la fecha de entrada de dicha inversión. (*)</p> <p>Suscripción de títulos representativos del capital de entidades de la Zona Especial Canaria como consecuencia de su constitución o ampliación de capital. (*)</p> <p>Suscripción de títulos representativos del capital o en el patrimonio de sociedades y fondos de capital riesgo, y en fondos de inversión. (*)</p> <p>Suscripción de títulos valores emitidos por organismos públicos, cuando la financiación obtenida se destine a la construcción o explotación de infraestructuras o equipamientos de interés público para las Administraciones públicas en Canarias. (*)</p> <p>Suscripción de títulos valores emitidos por entidades, cuando la financiación obtenida se destine a la construcción o explotación de infraestructuras o equipamientos de interés público para las Administraciones públicas en Canarias, una vez obtenida la correspondiente concesión administrativa o título administrativo habilitante. (*)</p>

(\*) Conforme al Real Decreto-Ley 12/2006, por el que se modifica el artículo 27 de la Ley 19/1994, con efectos para los periodos impositivos que se inicien a partir de 1 de enero de 2007.

En resumen, podríamos decir que la RIC constituiría también un condicionante indiscutible de las posibilidades de desarrollo económico de las pymes canarias, pues particularmente promueve el crecimiento de las mismas potenciando su capacidad de autofinanciación.

### 3. LA TEORÍA DE LA AGENCIA EN LAS PYMES: INFORMACIÓN ASIMÉTRICA Y LA TEORÍA DEL *PECKING ORDER*

En este apartado presentamos algunas de las imperfecciones de los mercados financieros en el contexto de las pymes: las asimetrías de información, que son más acusadas en el ámbito de la pequeña y mediana empresa, y los problemas y los costes de agencia.

La teoría del orden de jerarquía o del *pecking order* (PO) de MYERS (1984) y MYERS y MAJLUF (1984), plantea que el comportamiento financiero de las empresas referente a su estructura de capital, está fundamentado en una jerarquía de preferencias para financiar nuevas inversiones causado, esencialmente, por la existencia de información asimétrica en los mercados de capitales y por los costes que las distintas fuentes financieras pueden acarrear.

El orden jerárquico consiste en que las empresas utilizan como primer recurso la financiación interna, y si ésta resultara insuficiente porque las inversiones la requieren, recurren a la financiación externa. En cuanto a ésta, primero, elegirían la financiación ajena (deuda o préstamos y emisión de empréstitos) y, segundo, acudirían a la financiación propia (ampliación de capital).

La hipótesis de partida del PO, el problema de la información asimétrica, ha hecho que esta teoría se haya utilizado para definir el comportamiento financiero de las empresas de tamaño reducido, pues la existencia de asimetrías informativas es más grave en esta categoría de empresas<sup>13</sup>. En consecuencia, a éstas les resultará más difícil obtener financiación ajena en forma de préstamos.

Por tanto, a medida que aumenta el tamaño de las empresas, éstas dispondrán de mayores posibilidades de acceder al crédito y de aumentar su nivel de endeudamiento. La relación estimada entre tamaño y endeudamiento debe ser, por consiguiente, positiva.

Los estudios que incorporan la variable tamaño en el análisis de la estructura de capital tienden a presentar evidencia de un mayor apalancamiento en las empresas de mayor tamaño frente a las de dimensión más reducida (BATES, 1971; SCOTT y MARTÍN, 1976; TITMAN y WESSELS, 1988; CRUTCHLEY y HANSEN, 1989; ANG, 1992; FRANK y GOYAL, 2003; HOVAKIMIAN *et al.*, 2001 y FAMA y FRENCH, 2002). Otros trabajos, sin embargo, contradicen estos resultados indicando que los niveles más altos de apalancamiento corresponden a las empresas más pequeñas (PETERSON y SCHULMAN, 1987 y HOLMES y KENT, 1991). Otras investigaciones, simplemente, no encontraron una relación significativa entre el tamaño de la empresa y el nivel de deuda (REMMERS, 1975 y BARTON y GORDON, 1988).

<sup>13</sup> Véase SCHERR *et al.*, 1990; HOLMES y KENT, 1991, VAN DER WIJST y THURIK, 1993 y HAMILTON y FOX, 1998.

HOLMES y KENT (1991), LEMMON y ZENDER (2002) y FRANK y GOYAL (2003), entre otros autores, argumentan la jerarquía de preferencias en las pymes, sobre la base que estas empresas no tienen fácil acceso a la emisión de nuevas acciones.

La elección de ampliar capital y colocar los títulos entre nuevos socios es un objetivo complejo y de coste elevado, principalmente, para las pymes, que tienen una escasa infraestructura organizativa y son poco conocidas en los mercados financieros. La búsqueda de nuevos socios supondría, en todo caso, la pérdida de control del negocio y, consiguientemente, es la elección menos deseada.

La teoría de la agencia fue desarrollada, básicamente, por JENSEN y MECKLING (1976) y, posteriormente, aplicada a empresas de distintos tamaños (incluidas las de tamaño reducido) por CRUTCHLEY y HANSEN (1989), CHUNG (1993), VAN DER WIJST y THURIK (1993) y CHITTENDEN *et al.* (1996), entre otros.

Los problemas de *selección adversa* y *riesgo moral* se producen, esencialmente, en las empresas pequeñas porque suministran información financiera de peor calidad. La teoría prevé que un aumento en la incertidumbre sobre los flujos de beneficios futuros agrava las asimetrías de información y, en consecuencia, hace que los prestamistas restrinjan el volumen de crédito o podrían llevar a éstos a un racionamiento de crédito o, cuando menos, a la exigencia de fuertes garantías y demás condiciones del préstamo más rigurosas de lo habitual, lo que perjudica las inversiones en estas empresas que sufren limitaciones crediticias (GHOSAL y LOUNGANI, 2000).

CHITTENDEN *et al.* (1996) expresan que en los acuerdos contractuales entre las pequeñas empresas y los proveedores externos de capital, se intensifican los problemas de agencia en forma de *selección adversa* y *riesgo moral* debido a las asimetrías informativas, y también debido a la naturaleza tan privada de las empresas pequeñas. La existencia de estos problemas podría justificar el enorme empleo de garantías colaterales en los préstamos, como una vía para solucionar los problemas de agencia.

Asimismo, los costes de agencia derivados de estos problemas también son mayores en el caso de las empresas pequeñas, dada la información financiera reducida que generan y su escasa credibilidad, por lo que estos costes serán más difíciles de controlar en las pymes. El contrato financiero firmado entre ambas partes, la pequeña empresa («agente») y los suministradores de fondos ajenos, habitualmente un banco («principal»), sirve como mecanismo de control de los costes de agencia. El control sobre estas empresas podría ser más difícil y caro, porque a ellas no se les ha pedido, por su dimensión, que publiquen un volumen de información financiera elevada, e incurrirían en altos costes al suministrar tal información a usuarios externos por primera vez.

La vía del endeudamiento para estas empresas sólo es posible si se ofrecen adecuadas garantías e informes financieros suficientemente transparentes que compensen los problemas de *selección adversa* y *riesgo moral*. Sin embargo, habitualmente las empresas de reducido tamaño suministran una información financiera poco transparente, al tiempo que presentan insuficientes activos tangibles y una alta volatilidad en sus beneficios. De ahí que estas empresas tiendan a encontrarse fuertemente limitadas para solicitar préstamos a largo plazo y acudan, secundariamente, a la deuda a corto plazo.

Siguiendo la teoría del orden de preferencias de las fuentes financieras, las pymes prefieren financiación externa sin coste explícito (como los créditos de provisión) antes que la financiación

externa que tiene coste explícito (como la deuda bancaria). La literatura empírica evidencia que las empresas prefieren financiarse mediante sus proveedores más que mediante las entidades financieras; por lo que los créditos de proveedores y la deuda bancaria se utilizan como financiación sustitutiva por las empresas (WALTER, 1991; COSH y HUGHES, 1994; OCAÑA *et al.*, 1994; PETERSEN y RAJAN, 1994 y 1997; BIAIS y GOLLIER 1997; MELLE, 2001).

El crédito comercial también ha sido considerado como una forma de atenuar los problemas de información asimétrica entre las empresas y sus financiadores. Desde este punto de vista, los proveedores podrían tener ventaja sobre los bancos, tanto a la hora de valorar el riesgo de crédito como a la hora de liquidar las mercancías en caso de impago de la deuda. El fundamento teórico de las relaciones entre el crédito comercial y las asimetrías informativas puede encontrarse, entre otros, en los trabajos de SMITH (1987), FREIXAS (1993), LEE y STOWE (1993), LONG *et al.* (1993), BIAIS *et al.* (1994) y BIAIS y GOLLIER (1997) <sup>14</sup>.

A partir del enfoque de la edad o tiempo que la empresa lleva operando en el mercado, se argumenta que las empresas más jóvenes tenderán a utilizar intensamente sus propios recursos, aparte de la deuda bancaria y comercial a corto plazo, enfrentándose a los típicos problemas de falta de liquidez (WESTON y BRIGHAM, 1981). Para sobrevivir, este tipo de empresas debe adaptar su ritmo de crecimiento a sus posibilidades para generar fondos internos, dada la dificultad de conseguir fondos permanentes (ajenos a largo plazo o propios). La edad, por tanto, suele estar positivamente asociada, en general, a la deuda a corto plazo y negativamente a la deuda a largo plazo.

En el ámbito de las pymes, la teoría de la agencia se basa en el conflicto de intereses que surge entre agente y principal, ambos tratando de maximizar su propia utilidad.

El conflicto de intereses entre director («agente») y accionistas («principal») carece de importancia en este ámbito, dada la concurrencia, por lo general, de ambos papeles (director y accionistas) en la figura del director-propietario. A mayor número de accionistas no-directores, mayor es el significado o importancia de este conflicto.

Por tanto, en las pymes dirigidas y gestionadas por los propios accionistas y con concentración accionarial, los conflictos o problemas de agencia son casi inexistentes al unificarse los intereses entre los accionistas y los directivos.

Conforme a las observaciones anteriores, las pymes prefieren financiar los nuevos proyectos de inversión a través de los recursos generados internamente. En segundo lugar, tratarían de obtener un mayor endeudamiento a largo o corto plazo, en función de sus restricciones. Únicamente, en último lugar, recurrirían a una ampliación de capital que les obligara a compartir el control o el negocio con nuevos socios.

En las empresas de tamaño reducido, con asiduidad, gestionadas por uno o varios directores que, a su vez, detentan la propiedad de todas las acciones, el objetivo principal no es alcanzar una estructura de capital óptima sino minimizar el intrusismo en el negocio. Los fondos internos evitan

<sup>14</sup> RODRÍGUEZ RODRÍGUEZ (2002).

al director-empresario la disciplina que le impondría el recurso a un préstamo, o bien la que le atribuiría el compartir el negocio con otros socios a través de la emisión de nuevas acciones.

Así, la falta de confianza de los mercados de crédito respecto a las pequeñas empresas, añadida a los deseos de autonomía de las mismas, les lleva a financiar sus proyectos de inversión, principalmente, con recursos generados internamente y renunciar a muchos otros proyectos que requieran financiación externa.

En línea con ANG (1991) que plantea que las pymes utilizan la retención de beneficios como primera fuente de financiación, al constituir la reserva para inversiones un beneficio no distribuido, retenido o reinvertido en la empresa, cabría esperar que su dotación incrementara los beneficios retenidos de las pymes canarias, lo que propiciaría que la financiación interna de estas empresas fuera menos insuficiente.

No obstante, las pymes canarias, concretamente, aquellas empresas que se hayan acogido a la RIC dispondrían de más activos tangibles, a medida que apliquen sus dotaciones en las inversiones fijadas, básicamente, en activos fijos y materiales. Al punto que si estas empresas requirieran solicitar financiación a entidades financieras podrían ofrecer garantías al disponer de activos tangibles.

En las pymes canarias, el conflicto de intereses surgiría, además, entre la pequeña empresa («agente») y los sistemas legal y económico-fiscal («principal»), en el contexto del conjunto de medidas tributarias a la inversión que afectan a estas empresas.

Además, atendiendo al requisito de materialización de la reserva para inversiones en determinadas inversiones en el plazo máximo de tres años a partir del ejercicio en que se ha constituido la misma, las pymes canarias que dotaron esta reserva sustituirían y/o complementarían las disciplinas de la financiación ajena (préstamos) y de la financiación externa (ampliación de capital), por el anterior requisito que establece la figura legal de la reserva para inversiones (financiación interna).

PETTIT y SINGER (1985), BARTON y MATTHEWS (1989), NORTON (1991) y MATTHEWS *et al.* (1994) advierten que en las empresas de reducido tamaño, las creencias, preferencias y expectativas y los objetivos de los directivos juegan un papel importante en la determinación de la estructura de capital. Esta influencia de los directivos se manifiesta además en la unión existente entre las finanzas empresariales y sus finanzas personales.

#### **4. LAS INCIDENCIAS IMPOSITIVA Y DE LOS SISTEMAS LEGAL Y ECONÓMICO-FISCAL EN LAS PYMES**

Seguidamente, pasamos a exponer las influencias de las imperfecciones de los mercados comprendidas por los tratamientos diferenciados en los impuestos y en los sistemas legal y económico-fiscal de las decisiones financieras de las pymes.

#### 4.1. Ventajas fiscales

Conforme a los argumentos fiscales de MODIGLIANI y MILLER (1963) y a la teoría tradicional estática de las ventajas competitivas o del equilibrio *trade-off* (TO) óptimo entre los recursos propios y ajenos [SCOTT (1976), HARRIS y RAVIV (1991), entre otros autores], la ventaja fiscal de los intereses de la deuda puede conducir a que las empresas puedan preferir financiarse con deuda frente a capitales propios, en contra de la hipótesis del *pecking-order*.

No obstante, DEANGELO y MASULIS (1980) reconocen que el beneficio fiscal de la deuda puede verse compensado por otras deducciones fiscales alternativas a los intereses de la deuda, como podrían ser las causadas por la amortización de los activos o por la realización de determinadas inversiones.

Al punto que en el escenario real de empresas objeto de aplicación empírica en nuestro trabajo, las pymes canarias tienen la posibilidad de acogerse a una medida de incentivo fiscal a la autofinanciación e inversión empresarial como es la RIC.

Todo lo anterior permite prever una relación negativa entre el nivel de endeudamiento y el nivel de dotación a la reserva para inversiones, toda vez que dicha reserva actuará como un poderoso estímulo fiscal de la autofinanciación en las pymes canarias, constituyéndose a la par en un serio competidor de la ventaja fiscal proporcionada por los intereses de la deuda.

La RIC es, por tanto, una reserva especial<sup>15</sup> que tiene su origen en los beneficios obtenidos y no distribuidos de las pymes canarias, que potencia su autofinanciación y que contribuye a reforzar la esperada relación inversa entre el nivel de endeudamiento y los recursos generados internamente sugerida por la teoría del *pecking order*.

Además, la materialización requerida de la reserva para inversiones en activos fijos materiales incidirá positivamente en el nivel de tangibilidad empresarial, reforzando la relación negativa con el nivel de deuda propuesta desde una perspectiva estrictamente fiscal por DEANGELO y MASULIS.

Igualmente acerca de la decisión de dividendos de las empresas, como este incentivo fiscal de la reserva para inversiones consiste en que las empresas tienen la posibilidad de no tributar por el IS en la parte del beneficio neto no distribuido que se aplique a la misma, y se considera entre el beneficio distribuido el que se reparte a los accionistas; esta restricción causa una relación negativa entre los dividendos y la RIC.

En conclusión, referente a la decisión de financiación, dado que este escudo fiscal de la reserva para inversiones coexiste con la ventaja fiscal de la deducción por intereses de la deuda, la decisión de constituir esta reserva podría incidir de forma negativa en la decisión de endeudamiento.

A modo de síntesis, los principales argumentos teóricos y signos estimados de las relaciones entre la decisión de endeudamiento de las pymes y sus factores explicativos, se representan en el cuadro siguiente:

<sup>15</sup> En el sentido de que se establece por una ley, pero cuya asignación es de carácter voluntario.

**CUADRO 2.** Relaciones estimadas entre la decisión de endeudamiento de las pymes y sus determinantes.

Variabes	Argumentos teóricos	Signos
Recursos generados internamente	<i>Pecking order</i>	Negativo
Reserva para inversiones	<i>Pecking order</i> ; DEANGELO y MASULIS (1980)	Negativo
Tamaño	<i>Pecking order</i> ; <i>Trade-off</i>	Positivo
Tangibilidad de los activos	Agencia; <i>Pecking order</i> ; <i>Trade-off</i>	Positivo
	DEANGELO y MASULIS (1980)	Negativo
Edad	<i>Pecking order</i>	Positivo

#### 4.2. Generación de renta de las empresas: el ahorro impositivo

A continuación pasamos a estimar la generación de renta: el ahorro fiscal que obtiene el sujeto pasivo del IS, resultante de las ventajas fiscales de la deuda y de la reserva para inversiones.

Tras la formulación algebraica de los conceptos básicos y de los límites legales, se determinan las ecuaciones de las rentas generadas derivadas de los beneficios fiscales de la deuda y de la reserva para inversiones, en los supuestos que se distribuyan y no se distribuyan dividendos.

- L: Empresas endeudadas.
- U: Empresas no endeudadas.
- BAI: Beneficio antes de impuestos.
- $t_c$ : Tipo impositivo de la empresa.
- IS: Impuesto sobre Sociedades.  $IS = BAI \times t_c$ .
- RIC: Reserva para Inversiones en Canarias.
- $IS_{RIC}$ : Impuesto sobre Sociedades habiendo dotado la RIC.  $IS_{RIC} = (BAI - RIC) \times t_c$ .
- BDI: Beneficio después de impuestos.  $BDI = BAI - IS$ .
- DIV: Beneficios repartidos a los accionistas o dividendos.
- BND: Beneficio no distribuido a efectos de la dotación de la RIC.  $BND = BDI - RL - DIV$ .

En primer lugar, el beneficio antes de impuestos y el IS de las empresas endeudadas se representan en las ecuaciones siguientes:

$$BAI_L = BAI - rD \quad [1]$$

Siendo:

rD: El coste o gasto por los intereses de la deuda.

$$IS_L = (BAI - rD) \times t_c \quad [2]$$

Sustituyendo las anteriores ecuaciones en la ecuación que sigue:

$$BDI_L = BAI_L - IS_L \quad [3]$$

Obtenemos el beneficio después de impuestos de las empresas endeudadas que describe su situación fiscal:

$$BDI_L' = (BAI - rD)(1 - t_c) \quad [4]$$

En segundo lugar, las ecuaciones que representan el beneficio antes de impuestos y el IS de las empresas no endeudadas son las siguientes:

$$BAI_U = BAI \quad [5]$$

$$IS_U = BAI \times t_c \quad [6]$$

Sustituyendo las ecuaciones anteriores en la siguiente ecuación:

$$BDI_U = BAI_U - IS_U \quad [7]$$

Adquirimos el beneficio después de impuestos de las empresas no endeudadas que describe su estado fiscal:

$$BDI_U' = BAI(1 - t_c) \quad [8]$$

En tercer lugar, determinamos la generación de rentas de cada una de esta categoría de empresas.

a) Empresas endeudadas.

$$R_L = (BAI - rD)(1 - t_c) + rD \quad [9]$$

Siendo:

R: La renta generada por la empresa.

b) Empresas no endeudadas.

$$R_U = BAI(1 - t_c) \quad [10]$$

Desarrollando la anterior ecuación [9], obtenemos la expresión siguiente:

$$R_L = \text{BAI} (1 - t_c) + rD t_c \quad [11]$$

Por tanto, resulta que:

$$R_L' = R_U + rD t_c \quad [12]$$

Las rentas de las empresas endeudadas son mayores que las rentas de las empresas no endeudadas. El componente de las rentas de las primeras empresas que excede a las rentas de las segundas constituye el ahorro impositivo o beneficio fiscal de la deuda ( $rD t_c$ ).

Seguidamente, se plantean las situaciones anteriores de generación de rentas de las empresas endeudadas y no endeudadas, pero distinguiendo dos supuestos: empresas que deciden acogerse a la reserva para inversiones y empresas que además distribuyen dividendos.

Previamente, recuérdese que el límite máximo de dotación a la reserva es el 90% sobre el beneficio no distribuido:  $\text{RIC} \leq 0,90 \times \text{BND}$ .

**Supuesto 1.º:** Las empresas endeudadas y no endeudadas dotan la RIC (suponiendo al límite máximo), sin constituir otras reservas ni distribuir beneficios a los accionistas.

En este supuesto, las ecuaciones del IS y de la reserva para inversiones de las empresas endeudadas son las siguientes:

$$\text{IS}_{\text{LRIC}} = [(\text{BAI} - rD) - \text{RIC}] \times t_c \quad [13]$$

$$\text{RIC}_L = 0,90 \times [(\text{BAI} - rD) - \text{IS}_{\text{LRIC}}] \quad [14]$$

Sustituyendo la ecuación anterior en la ecuación [13], se obtiene la ecuación final del IS de las empresas endeudadas que dotan la RIC:

$$\text{IS}_{\text{LRIC}}' = \frac{(\text{BAI} - rD) \times (1 - 0,90) t_c}{1 - 0,90 t_c} \quad [15]$$

Siendo:

$$(1 - 0,90) t_c / 1 - 0,90 t_c : \text{El tipo impositivo o de gravamen de la empresa con RIC.}$$

Posteriormente, se sustituye la ecuación [15] en la ecuación [14], resultando la ecuación última de la RIC de las empresas endeudadas:

$$\text{RIC}_L' = \frac{0,90 (1 - t_c) (\text{BAI} - rD)}{1 - 0,90 t_c} \quad [16]$$

Asimismo, las formulaciones del IS y de la reserva para inversiones de las empresas no endeudadas son las que siguen:

$$IS_{URIC} = (BAI - RIC) \times t_c \quad [17]$$

$$RIC_U = 0,90 \times (BAI - IS_{URIC}) \quad [18]$$

Se sustituye la anterior ecuación en la ecuación [17], obteniendo la ecuación final del IS de las empresas no endeudadas que dotan la RIC:

$$IS_{URIC}' = \frac{BAI \times (1 - 0,90) t_c}{1 - 0,90 t_c} \quad [19]$$

Después, sustituyendo la ecuación precedente en la ecuación [18], resulta la ecuación última de la RIC de las empresas no endeudadas:

$$RIC_U' = \frac{0,90 (1 - t_c) BAI}{1 - 0,90 t_c} \quad [20]$$

Puede observarse cómo el importe del IS de las empresas endeudadas que dotaron la RIC es inferior al importe del IS de las empresas no endeudadas que también dotaron la RIC. Ello es debido a que la base imponible del IS sobre la que se aplica el tipo impositivo en las primeras empresas es inferior, al considerarse el coste o gasto por los intereses de la deuda deducible fiscalmente. En consecuencia, la dotación a la reserva de las empresas endeudadas es menor que la dotación a la reserva de las empresas no endeudadas.

**Supuesto 2.º:** Las empresas endeudadas y no endeudadas deciden acogerse a la RIC y a la vez distribuir dividendos.

En este supuesto, la ecuación [14] se corresponde con la siguiente expresión de la reserva para inversiones de las empresas endeudadas y que a la vez distribuyen dividendos:

$$RIC_{LDIV} = 0,90 \times \{(BAI - rD) - IS_{LRIC}\} - DIV \quad [21]$$

Sustituyendo la expresión anterior en la ecuación [13] del IS de las empresas endeudadas, se obtiene la ecuación final del IS de las empresas endeudadas que deciden acogerse a la RIC y a la vez distribuir dividendos:

$$IS_{LRICDIV} = \frac{(BAI - rD) \times (1 - 0,90) t_c + 0,90 t_c DIV}{1 - 0,90 t_c} \quad [22]$$

Posteriormente, se sustituye la ecuación [22] en la expresión [21], resultando la ecuación última de la RIC de las empresas endeudadas que a la vez distribuyen dividendos:

$$RIC_{LDIV}' = \frac{0,90 [(1 - t_c) (BAI - rD) - DIV]}{1 - 0,90 t_c} \quad [23]$$

Asimismo, la formulación de la reserva para inversiones de las empresas no endeudadas y que a la vez distribuyen dividendos es la que sigue:

$$RIC_{UDIV} = 0,90 \times [(BAI - IS_{URIC}) - DIV] \quad [24]$$

Se sustituye la anterior formulación en la ecuación [17] del IS de las empresas no endeudadas, obteniendo la ecuación final del IS de las empresas no endeudadas que deciden acogerse a la RIC y a la vez distribuir dividendos:

$$IS_{URICDIV} = \frac{BAI \times (1 - 0,90) t_c + 0,90 t_c DIV}{1 - 0,90 t_c} \quad [25]$$

Después, sustituyendo la ecuación precedente en la ecuación [24], resulta la ecuación última de la RIC de las empresas no endeudadas que a la vez distribuyen dividendos:

$$RIC_{UDIV}' = \frac{0,90 [(1 - t_c) (BAI) - DIV]}{1 - 0,90 t_c} \quad [26]$$

Podemos observar que los importes del IS y de la reserva para inversiones, en el supuesto segundo cuando además de constituir la RIC se decide distribuir dividendos, tanto en las empresas endeudadas como en las no endeudadas, son mayores y menores, respectivamente, a las cuantías de las mismas partidas y para las mismas empresas, en el primer supuesto que no se distribuyen beneficios a los accionistas. Ello se explica, obviamente, porque el importe del beneficio no distribuido a efectos de la dotación de la RIC disminuye si se reparten dividendos, obteniendo, como consecuencia, la dotación a la reserva inferior y, por consiguiente, la cuantía del impuesto superior.

Además, advertimos que la decisión de distribuir dividendos no altera los hechos observados de los importes del IS y de la RIC de las empresas endeudadas y de las empresas no endeudadas.

A continuación, procedemos a determinar la generación de rentas en los dos tipos de empresas según los dos supuestos antedichos.

En primer término, cuando las empresas endeudadas y no endeudadas dotan la RIC, sin constituir otras reservas ni distribuir beneficios a los accionistas.

El beneficio después de impuestos de las empresas endeudadas que dotan la RIC tiene la siguiente expresión:

$$BDI_{LRIC} = (BAI - rD) - IS_{LRIC}' \quad [27]$$

Luego, se reemplaza la ecuación [15] (final del IS de las empresas endeudadas que dotan la RIC) en la expresión anterior, obteniéndose, al desarrollarla, la ecuación final:

$$BDI_{LRIC}' = \frac{(BAI - rD) (1 - t_c)}{1 - 0,90 t_c} \quad [28]$$

Igualmente, reemplazamos la ecuación [19] (final del IS de las empresas no endeudadas que dotan la RIC) en la expresión, del beneficio después de impuestos de las empresas no endeudadas que dotan la RIC, siguiente:

$$BDI_{URIC} = BAI - IS_{URIC} \quad [29]$$

Después de su desarrollo se obtiene la ecuación última:

$$BDI_{URIC} = \frac{BAI(1 - t_c)}{1 - 0,90 t_c} \quad [30]$$

Si comparamos las ecuaciones [28] y [30] con las ecuaciones [4] y [8], respectivamente, se percibe que los beneficios netos cuando los dos tipos de empresas se acogen a la RIC son mayores que los beneficios netos de las mismas sin acogerse a la RIC, dado que la misma reduce el gasto por el IS.

En segundo término, cuando las empresas endeudadas y no endeudadas deciden acogerse a la RIC y a la vez distribuir dividendos, sustituimos las expresiones [22] y [25] (ecuaciones finales del IS de las empresas endeudadas y no endeudadas que deciden acogerse a la RIC y a la vez distribuir dividendos, respectivamente) en las siguientes expresiones:

$$BDI_{LRICDIV} = (BAI - rD) - IS_{LRICDIV} \quad [31]$$

$$BDI_{URICDIV} = BAI - IS_{URICDIV} \quad [32]$$

Obteniéndose, al resolverlas, las ecuaciones finales:

$$BDI_{LRICDIV} = \frac{(BAI - rD)(1 - t_c) - 0,90 DIV t_c}{1 - 0,90 t_c} \quad [33]$$

$$BDI_{URICDIV} = \frac{BAI(1 - t_c) - 0,90 DIV t_c}{1 - 0,90 t_c} \quad [34]$$

Al confrontar las expresiones [33] y [34] individualmente con las ecuaciones [28] y [30], deducimos que los beneficios netos de ambas categorías de empresas cuando además de constituir la RIC distribuyen dividendos, son menores a los beneficios netos de las mismas sin distribuir dividendos. Esto viene motivado, claramente, a que el reparto de dividendos disminuye el beneficio no distribuido, sobre el que se aplica la reserva, consecuentemente la dotación a la RIC, resultando el gasto por el IS superior.

Consecuentemente, por una parte, la generación de rentas de las empresas endeudadas y no endeudadas, cuando hayan dotado la RIC sin constituir otras reservas ni distribuir beneficios a los accionistas, se representa como sigue:

a) Empresas endeudadas.

$$R_{LRIC} = \frac{(BAI - rD)(1 - t_c)}{1 - 0,90 t_c} + rD \quad [35]$$

b) Empresas no endeudadas.

$$R_{URIC} = \frac{BAI(1 - t_c)}{1 - 0,90 t_c} \quad [36]$$

Desarrollando la anterior ecuación [35], se obtiene la siguiente:

$$R_{LRIC} = \frac{BAI(1 - t_c) + rD(1 - 0,90) t_c}{1 - 0,90 t_c} \quad [37]$$

Finalmente, la ecuación precedente se expresa como:

$$R_{LRIC}' = R_{URIC} + \frac{rD(1 - 0,90) t_c}{1 - 0,90 t_c} \quad [38]$$

Concluyéndose, por tanto, que la renta de una empresa endeudada que haya dotado la RIC es mayor que la renta de una empresa no endeudada que haya dotado la RIC también.

Por otra parte, la generación de rentas de las empresas endeudadas y no endeudadas cuando hayan dotado la RIC y distribuido dividendos se representa seguidamente.

a) Empresas endeudadas.

$$R_{LRICDIV} = \frac{(BAI - rD)(1 - t_c) - 0,90 DIV t_c}{1 - 0,90 t_c} + rD \quad [39]$$

b) Empresas no endeudadas.

$$R_{URICDIV} = \frac{BAI(1 - t_c) - 0,90 DIV t_c}{1 - 0,90 t_c} \quad [40]$$

Se desarrolla la anterior ecuación [39], obteniendo la ecuación siguiente:

$$R_{LRICDIV} = \frac{BAI(1 - t_c) - 0,90 DIV t_c + rD(1 - 0,90) t_c}{1 - 0,90 t_c} \quad [41]$$

Posteriormente, la ecuación precedente se expresa como:

$$R_{LRICDIV}' = R_{URICDIV} + \frac{rD(1 - 0,90) t_c}{1 - 0,90 t_c} \quad [42]$$

Por lo tanto, se concluye que la renta de una empresa endeudada es mayor que la renta de una empresa no endeudada, habiendo ambos tipos de empresas dotado la RIC y distribuidos dividendos, a la vez.

Al mismo tiempo, si equiparamos las ecuaciones [38] y [42], se advierte que el componente de las rentas de las empresas endeudadas que dotaron la RIC y el componente de las rentas de las empresas endeudadas que dotaron la RIC y distribuyeron dividendos es el mismo.

Finalmente, corroboraríamos que la decisión de distribuir dividendos no altera los resultados de las anteriores rentas generadas.

## 5. LOS EFECTOS DE LA RESERVA PARA INVERSIONES EN LA POLÍTICA FINANCIERA DE LAS PYMES CANARIAS

A la postre, por la importancia y el protagonismo que tiene la RIC en el conjunto de incentivos fiscales a la inversión en Canarias, así como por constituir una decisión de financiación, analizamos la influencia de la reserva para inversiones en la política financiera de las pymes canarias.

Este apartado se estructura de la forma siguiente: en primer término, y en una primera aproximación a una valoración de la incidencia de la RIC en las pymes de la provincia de Santa Cruz de Tenerife, se realiza un análisis de la evolución y del perfil de las empresas que aplicaron este incentivo fiscal, atendiendo a su dimensión, al sector de actividad al que están adscritas y a su edad.

En segundo término, y como segunda aproximación al análisis de la influencia de la RIC, se efectúa una evaluación de sus efectos en la estructura financiera de dichas pymes.

### 5.1. Evolución y características del tejido empresarial que dotó la reserva

A continuación se analiza la evolución del número de empresas que constituyeron la RIC y de los importes de las dotaciones, haciendo uso de la información económico-financiera de una muestra de 365 empresas procedente del conjunto de empresas que permanecen en la base de datos de la CBUL (1.630), durante el periodo 1990-1996.

En el estudio de la evolución del número de empresas que dotaron la reserva para inversiones, durante el subperiodo 1994-1996 (**tabla 1**), cabe señalar, por una parte, el aumento del número de empresas que dotaron esta reserva en 1995 respecto a 1994, tanto si se observa el número total de las mismas en 1995 (164), que se eleva en un 52% con relación al número total de empresas que dotaron esta reserva en 1994 (108), como si se atiende al número de empresas que se acogieron a la RIC por primera vez en 1995 (36), acerca del número de empresas que aplicaron esta reserva por primera vez en 1994 (20).

Por otra parte, se advierte una disminución del 16% en el número total de empresas que dotaron la RIC en 1996 (138) respecto a 1995 (164). Sin embargo, atendiendo al número de empresas que dotaron por primera vez en 1996 (37), se puede decir que se mantiene el número de empresas que disfrutó de este incentivo fiscal en 1996, referente al número de empresas que disfrutó del mismo únicamente en 1995 (36).

Además, el número de empresas que dotaron esta reserva en 1995 y en 1996 (49) aumentó en un 36%, con respecto al número de empresas que dotaron la RIC en 1994 y en 1995 (36). Este hecho podría reflejar que la estabilidad de las empresas que se acogieron a la RIC en dos años consecutivos aumenta en el último año del periodo de referencia (1996).

**TABLA 1.** *Número de empresas que dotaron la RIC.*

	1994	1995	1996	1994-1996	Total
<b>1994</b>	20	36	9	43	108
	Dotaron sólo en 1994	Dotaron en 1994 y 1995	Dotaron en 1994 y 1996	Dotaron en los tres años: 1994, 1995 y 1996	Total 1994
<b>1995</b>	36	36	49	43	164
	Dotaron en 1994 y 1995	Dotaron sólo en 1995	Dotaron en 1995 y 1996	Dotaron en los tres años: 1994, 1995 y 1996	Total 1995
<b>1996</b>	9	49	37	43	138
	Dotaron en 1994 y 1996	Dotaron en 1995 y 1996	Dotaron sólo en 1996	Dotaron en los tres años: 1994, 1995 y 1996	Total 1996

FUENTE: *Elaboración propia. Datos obtenidos de la CBUL.*

En la **tabla 1** podemos observar cómo el número de empresas que se acogieron a esta reserva, en, al menos, algún ejercicio del subperiodo 1994-1996, asciende a 230 [(138 total 1996) + (20 dotaron sólo en 1994) + (36 dotaron sólo en 1995) + (36 dotaron en 1994 y 1995)]. Este número de empresas representa un 63% del número total de empresas de la muestra utilizada (365).

Sin embargo, las 43 empresas que dotaron la RIC durante los tres años del periodo señalado representan alrededor de un 19% del número de empresas que se acogieron a este incentivo fiscal en, al menos, algún ejercicio del subperiodo 1994-1996 (230). Lo anterior parece indicar que la aplicación de resultados a la reserva para inversiones no es una decisión empresarial que se mantenga de forma continua a lo largo de los años analizados.

En un análisis de la evolución de las dotaciones a la RIC, se han utilizado, como aproximaciones a estas dotaciones, los valores medios por empresas de las ratios que relacionan los importes totales de la reserva, que se han obtenido a partir de la información contenida en las cuentas anuales, con los activos totales, por un lado, y con los beneficios netos, por otro (**tabla 2**).

**TABLA 2.** Importes medios de las dotaciones a la RIC.

	1994	1995	1996
RIC/Activo total	0,0252	0,0336	0,0279
RIC/Beneficio neto	0,2530	0,3385	0,2731

FUENTE: *Elaboración propia. Datos obtenidos de la CBUL.*

Concerniente a los resultados relativos a la evolución de los importes medios por empresas de las dotaciones a la RIC, en la **tabla 2**, se percibe cómo en 1995 se produce un aumento de dichos importes, pero en 1996 se registra una disminución.

A renglón seguido, se procede a estudiar el perfil de las empresas que aplicaron este incentivo fiscal, en función de distintas características como son su dimensión, el sector de actividad en el que operan y su edad. Características que permitirán definir la estructura del tejido empresarial que dotó la reserva.

Las empresas que aplicaron la RIC se caracterizan por una dimensión mayor. Un indicador de la misma lo proporcionan los porcentajes de estas empresas que someten sus cuentas anuales a auditoría, al superar los límites de dimensión establecidos a tal efecto, que suponen entre un 28% y un 12% del número total de empresas que dotaron esta reserva por ejercicio, como se muestra en la **tabla 3**.

Además, el porcentaje máximo de las empresas auditadas que dotaron (28%) se sitúa 12 puntos por encima del porcentaje máximo correspondiente a las empresas auditadas de la muestra (16%), lo que parece reflejar que la dimensión de las empresas que aplicaron la RIC es superior al tamaño medio del total de empresas (**tabla 3**).

**TABLA 3.** Empresas auditadas que dotaron la RIC.

	1994	1995	1996
N.º empresas auditadas que dotaron	30	42	17
N.º total empresas que dotaron	108	164	138
% sobre el total empresas que dotaron	27,78	25,61	12,32
N.º empresas auditadas de la muestra	56	57	55
N.º total empresas de la muestra	365	365	365
% sobre el total empresas de la muestra	15,34	15,62	15,07

FUENTE: *Elaboración propia. Datos obtenidos de la CBUL.*

En referencia a la distribución del número de empresas que se acogieron a este incentivo fiscal por sector de actividad y ejercicio (**tabla 4**), cabe subrayar que en cada uno de los ejercicios el sector al que en mayor medida se adscriben las empresas es el sector comercial, que representa entre un 53% y un 57% del total de empresas. Posteriormente, le sigue el sector otros servicios que representa en torno a un 20%. En cambio, el sector con menor ponderación es agricultura y pesca, en el que sólo alrededor de un 2% de las empresas que dotaron la RIC, se adscriben al mismo.

**TABLA 4.** *Empresas que dotaron la RIC por sectores de actividad.*

	1994	1995	1996
AGREGADO	100%	100%	100%
Total	108	164	138
AGRICULTURA Y PESCA	2%	1%	2%
Total	2	2	2
INDUSTRIA	6%	9%	7%
Total	6	15	9
CONSTRUCCIÓN	6%	9%	7%
Total	7	15	10
COMERCIO	57%	53%	57%
Total	61	87	79
HOSTELERÍA	9%	8%	6%
Total	10	13	8
OTROS SERVICIOS	20%	20%	21%
Total	22	32	29

FUENTE: *Elaboración propia. Datos obtenidos de la CBUL.*

En una valoración de la edad que tienen las empresas que dotaron la RIC en 1996, se observa en los datos de la **tabla 5** que aproximadamente el 39% de las 108 empresas que dotaron esta reserva, y para las que se dispone de información acerca de su fecha de constitución, tenían una edad inferior o igual a 10 años.

Sin embargo, las empresas que llevan operando en el mercado más de 25 años representan tan sólo el 12,04%. Asimismo, advertimos cómo el número total de empresas con una antigüedad superior a 10 años disminuye paulatinamente, a medida que aumenta el intervalo de número de años de edad. Por tanto, podría deducirse que son las empresas más jóvenes las que manifiestan un mayor interés por este incentivo fiscal.

**TABLA 5.** *Empresas que dotaron la RIC por intervalos de edad (1996).*

	Total	
	N.º	%
≤ 5 años	1	0,93
6-10 años	41	37,96
11-15 años	34	31,48
16-25 años	19	17,59
> 25 años	13	12,04
Total	108	100

FUENTE: *Elaboración propia. Datos obtenidos de la CBUL.*

En resumen, y atendiendo al perfil de las empresas que dotaron la RIC, se puede afirmar que, en general, se tratan de empresas de reducida dimensión, que llevan desarrollando su actividad en los sectores comercial y de otros servicios durante un periodo inferior o igual a diez años.

## 5.2. Evaluación de los efectos de la reserva

Seguidamente, se expondrá una valoración de sus consecuencias en la estructura financiera del conjunto de empresas que permanecen en la base de datos de la CBUL, durante el periodo 1990-1996.

En un análisis de la estructura financiera del conjunto de empresas que permanecen <sup>16</sup>, observamos cómo rasgos básicos que la empresa canaria se ha financiado mayoritariamente durante el periodo 1990-1996 con recursos ajenos. Así, y tomando como referencia los datos del último ejercicio (1996), las empresas canarias dependen alrededor de un 52% de los recursos ajenos, destacando la importancia que en su financiación tienen los recursos ajenos a corto plazo, cuya participación relativa en el total de recursos de las empresas se sitúa en el 40%. Frente a lo anterior, la financiación ajena a largo plazo tan sólo representa en 1996 el 11% de los recursos totales. La financiación propia representa en torno al 48% del total de recursos de las empresas de la muestra.

En un estudio de la evolución de la estructura financiera de las empresas que permanecen durante el periodo 1990-1996, se observa cómo se ha registrado una disminución gradual de la financiación ajena en el total de recursos de las empresas, así durante el periodo dicha fuente de financiación ha descendido en un 11,42%, consecuencia de la mayor capitalización que han llevado a cabo las empresas canarias, registrando un crecimiento de su grado de autonomía financiera, del 15,86%.

<sup>16</sup> Véase Fundación FYDE-CajaCanarias (2001, págs. 51-53).

Este aumento de los recursos propios tiene su origen, fundamentalmente, en la acumulación de reservas, cuya participación en el total de recursos de las empresas ha aumentado durante el periodo en un 42%.

En principio, la evolución de la estructura financiera, particularmente de las reservas, pone de manifiesto cómo este estímulo fiscal está respondiendo a uno de los fines para los que ha sido creado, promover la autofinanciación empresarial.

### 5.3. A modo de resumen

Por una parte, se pone de relieve cómo la reserva para inversiones dentro de los incentivos fiscales a la inversión en Canarias contribuye a la potencial generación de recursos financieros, producto de la menor presión fiscal que soportan las empresas que operan en las Islas.

Así, en la **tabla 6** se observa el paulatino descenso en la tasa impositiva (el peso del IS sobre los resultados) desde la entrada en vigor de la RIC, alcanzando un 9,71% en 1996.

**TABLA 6.** *Tasa impositiva de las empresas.*

	1994	1995	1996
Provincia de Santa Cruz de Tenerife	12,50%	11,79%	9,71%

FUENTE: *Elaboración propia. Datos obtenidos de la CBUL.*

Lo anterior podría significar que este estímulo fiscal no sólo fomenta el crecimiento económico y la iniciativa empresarial, sino que también contribuye a aumentar la financiación de las Administraciones públicas, por cuanto el previsible crecimiento económico y la supuesta creación de empresas generarían mayores bases impositivas.

Además, las modalidades de materialización definidas y establecidas por la normativa reguladora de la RIC contemplan la posibilidad de canalizar los fondos de esta reserva hacia la creación de infraestructuras públicas en el archipiélago canario.

Por otra parte, este incentivo fiscal es una fórmula idónea para las empresas de menor dimensión, más dependientes de la autofinanciación y con mayores dificultades para el acceso a los mercados de deuda, y las de reciente creación, por cuanto que por su propia naturaleza y por la definición de este incentivo constituye una fuente de autofinanciación y permite a este tipo de empresas afrontar en mejores condiciones financieras la realización de nuevos proyectos de inversión.

En principio, la evolución de la estructura financiera, particularmente de las reservas, pone de manifiesto cómo este estímulo fiscal está respondiendo a uno de los fines para los que ha sido creado, promover la autofinanciación empresarial.

Un desarrollo futuro de este análisis, condicionado a la disponibilidad de la información necesaria, consiste en contrastar si se mantiene la tendencia alcista en la evolución de la RIC o si, por el contrario, la limitación temporal para su materialización y las posibles alternativas de inversión estipuladas aminoran la aplicación del beneficio después de impuestos a la reserva para inversiones.

Asimismo, sería deseable que el estudio de la influencia de la reserva para inversiones debiera verificar si, efectivamente, las empresas radicadas en Canarias que dotaron la RIC han experimentado un crecimiento económico en términos reales. Este estudio exigiría disponer de información contable y fiscal de las partidas de la dotación a esta reserva, así como de los activos en que se ha materializado. Para lo cual, se debiera demandar, previamente, el cumplimiento de la elaboración de dicha información por las empresas.

Del mismo modo, la permanencia en el tiempo y el éxito de este incentivo fiscal en el cumplimiento de los cometidos para los que fue diseñado, servir de estímulo a la autofinanciación empresarial y fomentar la inversión productiva, pasaría por el diseño de unos mecanismos de control que aseguren que los recursos están siendo asignados eficientemente en unas inversiones que contribuyan a la generación de empleo y riqueza económica y social y a la mejora en la competitividad del tejido empresarial.

En este punto cabe decir que a través del texto del Real Decreto-Ley 12/2006 se incorpora la posibilidad de que el ahorro fiscal se canalice a la creación de empleo y se admite la suscripción de acciones o participaciones emitidas por las entidades de la Zona Especial Canaria como instrumento para materializar la RIC.

Se producen cambios importantes encaminados a restringir este beneficio fiscal respecto del suelo y las actividades inmobiliarias. El objetivo primordial es reorientar, en la medida de lo posible, las inversiones empresariales productivas hacia sectores de la economía menos intensivos en el consumo de suelo.

Además, se establecen reglas más precisas dirigidas a ofrecer mayor seguridad jurídica y a garantizar que el destino de las inversiones lo sean las Islas del archipiélago. También se refuerzan los mecanismos de control de la aplicación de esta ventaja fiscal, entre los que destacan la obligación de presentar un plan de inversiones, la inclusión de determinada información relevante a estos efectos en la memoria de las cuentas anuales<sup>17</sup> y el establecimiento de un régimen sancionador específico.

<sup>17</sup> Así, los sujetos pasivos incluirán en la memoria de las cuentas anuales la información referida al importe de las dotaciones efectuadas a la reserva, el importe de la reserva pendiente de materialización y el importe, las fechas y la identificación de las inversiones o los activos en que se materializa, todo ello, con indicación del ejercicio en que se efectuaron las dotaciones de la reserva (art. 27.10 del RDL 12/2006).

## 6. CONCLUSIONES

La preferencia de las empresas analizadas por la financiación interna bien pudiera haberse visto incentivada por el ahorro fiscal que engendran las dotaciones a la reserva para inversiones. Al respecto, la evidencia encontrada vendría a refrendar el poder explicativo de la teoría del *pecking order* que justifica el recurso en primera instancia a la financiación interna por razones de información asimétrica entre los que están dentro de la empresa y los inversores externos a la misma con respecto a sus oportunidades de inversión. Más aún, en el caso de las empresas canarias, esta preferencia por la autofinanciación se vería acentuada tanto por las mayores restricciones financieras a que les sujeta su reducido tamaño y su dependencia de la financiación bancaria, como por el escudo fiscal –sustitutivo del de la deuda– que proporciona la RIC.

Asimismo, la decisión de dividendos respondería a otros factores como puede ser la reserva para inversiones. Ello demuestra que la política de dividendos constituiría una decisión residual supeeditada a la decisión de financiar las inversiones con los fondos generados internamente, en particular, con los beneficios retenidos en forma de reservas.

Por otra parte, sin contextualizar en la teoría del PO, observamos cómo las sociedades generan rentas a partir del ahorro impositivo derivado tanto de la deducibilidad de los intereses de la deuda como de la reducción de la base imponible por la dotación a la reserva para inversiones en el IS.

Desde una perspectiva más institucional, la Ley del REF de Canarias contrarresta, a través de la RIC, el favorable tratamiento fiscal que la Ley del IS concede a los derechos de los proveedores de recursos ajenos a la empresa, en comparación con el otorgado a los derechos económicos de los accionistas. Con la deducción de la base imponible del IS de hasta el 90% de los beneficios después de impuestos no distribuidos que se asignen a financiar las inversiones requeridas para el desarrollo socio-económico y la creación de empleo en las Islas, la RIC instituye un escudo fiscal análogo al que se establece para los gastos financieros satisfechos en concepto de intereses sobre la deuda. De este modo, se equipara la protección fiscal de los derechos de los accionistas sobre los *cash-flow* de la empresa con la de los derechos de los demás inversores, en aras de dar continuidad en el tiempo a los efectos sobre la política financiera de las empresas canarias de los diferentes instrumentos que contempla el REF, como el Fondo de Previsión para Inversiones que precedió a la Reserva para Inversiones o como la Adquisición de Bienes de Inversión y Deducción por Inversiones que coexiste con la RIC actual.

# Bibliografía

- ANG, J.S. [1991]: «Small Business Uniqueness and the Theory of Financial Management». *Journal of Small Business Finance*, vol. 1, n.º 1, págs. 1-13.
- [1992]: «On the Theory of Finance for Privately Held Firms». *Journal of Small Business Finance*, vol. 1, n.º 3, págs. 185-203.
- AYBAR ARIAS, C., CASINO MARTÍNEZ, A. y LÓPEZ GRACIA, J. [1999]: «Los determinantes de la estructura de capital de la pequeña y mediana empresa». *VII Foro de Finanzas (AEFIN)*, Valencia, noviembre.
- BARTON, S.L. y GORDON, P.J. [1988]: «Corporate strategy and capital structure». *Strategic Management Journal*, vol. 9, págs. 623-632.
- BATES, J. [1971]: *The Financing of Small Business*. Sweet and Maxwell. London.
- BIAIS, B. y GOLLIER, C. [1997]: «Trade Credit and Credit Rationing». *The Review of Financial Studies*, vol. 10, n.º 4, págs. 903-937.
- BIAIS, B., GOLLIER, C. y VIALA, P. [1994]: «Why do Firms Use Trade Credits? A Signalling Model». *Industrial Organization and Finance*, 21/23 CEPR-Foundation BBV Conference, abril, San Sebastián, España.
- BOEDO, L. y CALVO, A.R. [1997]: «Un modelo de síntesis de los factores que determinan la estructura de capital óptima de las PYMES». *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 6, n.º 1, págs. 107-124.
- CHITTENDEN, F., HALL, G. y HUTCHINSON, P. [1996]: «Small Firm Growth, Access to Capital Markets and Financial Structure: Review of Issues and an Empirical Investigation». *Small Business Economics*, vol. 8, págs. 59-67.
- CHUNG, K.H. [1993]: «Asset characteristics and corporate debt policy: an empirical test». *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 20, n.º 1, págs. 83-98.
- COSH, A.D. y HUGHES, A. [1994]: «Size financial structure and profitability», en HUGHES, A. y STOREY, D.J. (eds.): *Finance and the Small Firm*. Routledge, London.
- CRUTCHLEY, C.E. y HANSEN, R.S. [1989]: «A test of the agency theory of managerial ownership, corporate leverage, and corporate dividends». *Financial Management*, vol. 18, invierno: 36-46.
- DEANGELO, H. y MASULIS, R.W. [1980]: «Optimal capital structure under corporate and personal taxation». *Journal of Financial Economics*, vol. 8, n.º 1, marzo: 3-29.
- ESTRADA, A. y VALLÉS, J. [1998]: «Investment and Financial Structure in Spanish Manufacturing Firms». *Investigaciones Económicas*, vol. 22, n.º 3, págs. 337-359.
- FAMA, E.F. y FRENCH, K.R. [2002]: «Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt». *The Review of Financial Studies*, vol. 15, n.º 1, págs. 1-33.
- FRANK, M.Z. y GOYAL, V.K. [2003]: «Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure». *Journal of Financial Economics*, vol. 67, n.º 2, págs. 217-248.
- FREIXAS, X. [1993]: «Short Term Credit vs. Account Receivables Financing». *Economic Working Papers Series*, marzo, Universidad Pompeu Fabra.

- Fundación Fyde-Cajacanarias [2001]: *Resultados de la empresa canaria. Informe de los ejercicios 1990-96. Central de Balances de la Universidad de La Laguna*. Fundación FYDE-CajaCanarias. Santa Cruz de Tenerife.
- GIBSON, B. [1992]: «Financial Information for Decision-Making: An Alternative Small Firm Perspective». *Journal of Small Business Finance*, vol. 1, n.º 3, págs. 221-232.
- HALL, G. y HUTCHINSON, P. [1993]: «A probit analysis of the changes in the Financial characteristics of newly quoted small firms, 1970-73 y 1980-83». *Small Business Economics*, vol. 5, págs. 207-214.
- HAMILTON, R.T. y FOX, M.A. [1998]: «The financing preferences of small firm owners». *International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research*, vol. 4, n.º 3, págs. 239-248.
- HARRIS, M. y RAVIV, A. [1991]: «The Theory of Capital Structure». *The Journal of Finance*, vol. 46, n.º 1, págs. 297-355.
- HERNANDO, I. y VALLÉS, J. [1992]: «Inversión y restricciones financieras: evidencia en las empresas manufactureras españolas». *Moneda y Crédito*, n.º 195, págs. 185-222.
- HOLMES, S. y KENT, P. [1991]: «An Empirical analysis of the financial structure of small and large Australian manufacturing enterprises». *Journal of Small Business Finance*, vol. 1, n.º 2, págs. 141-154.
- HOVAKIMIAN, A., OPLER, T. y TITMAN, H. [2001]: «The debt-equity choice». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 36, n.º 1, marzo: 1-24.
- JENSEN, M.C. y MECKLING, W.H. [1976]: «Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure». *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n.º 4, págs. 305-360.
- JORDAN, J., LOWE, J. y TAYLOR, P. [1998]: «Strategy and financial policy in UK small firms». *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 25, n.º 1, págs. 1-27.
- LEE, Y. y STOWE, J. [1993]: «Product Risk, Asymmetric Information and Trade Credit». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, n.º 1, marzo: 285-300.
- LEMMON, M.L. y ZENDER, J.F. [2002]: «Debt Capacity and Tests of Capital Structure Theories». *Working paper*, septiembre 10, AFA 2003 Washington, DC Meetings.
- LEY 20/1991, de 7 de junio, de modificación de los aspectos fiscales del Régimen Económico Fiscal de Canarias (BOE núm. 137, de 8 de junio de 1991).
- LEY 19/1994, de 6 de julio, de modificación del Régimen Económico y Fiscal de Canarias (BOE núm. 161, de 7 de julio de 1994).
- LEY 43/1995, de 27 de diciembre, del Impuesto sobre Sociedades (BOE núm. 310, de 28 de diciembre de 1995).
- LEY 40/1998, de 9 de diciembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y otras Normas Tributarias.
- LONG, M.S., MALITZ, I.B. y RAVID, A.S. [1993]: «Trade Credit, Quality Guarantees, and Product Marketability». *Financial Management*, vol. 22, n.º 4, págs. 117-127.
- LÓPEZ, J., RIAÑO, V. y ROMERO, M. [1999]: «Restricciones financieras y crecimiento: el caso de la pequeña y mediana empresa». *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. 28, n.º 99, págs. 349-382.
- LÓPEZ GRACIA, J. y AYBAR ARIAS, C. [2000]: «An empirical approach to the financial behavior of small and medium sized companies». *Small Business Economics*, vol. 14, n.º 1, págs. 53-63.
- MAROTO ACÍN, J.A. [1996]: «Estructura financiera y crecimiento de las pymes». *Economía Industrial*, n.º 310, págs. 29-40.

- MELLE HERNÁNDEZ, M. [2001]: «Características diferenciales de la financiación entre las pyme y las grandes empresas españolas. Asimetrías informativas, restricciones financieras y plazos de endeudamiento». *Papeles de Economía Española*, n.ºs 89/90, págs. 140-160.
- MODIGLIANI, F. y MILLER, M.H. [1963]: «Corporate income taxes and the cost of capital: A correction». *The American Economic Review*, vol. 53, n.º 3, junio: 433-443.
- MYERS, S.C. [1984]: «The capital structure puzzle». *The Journal of Finance*, vol. 39, n.º 3, julio: 575-592.
- MYERS, S.C. y MAJLUF, N.S. [1984]: «Corporate financing and investment decisions when firms have information the investors do not have». *Journal of Financial Economics*, vol. 13, n.º 2, junio: 187-221.
- OCAÑA, C., SALAS, V. y VALLÉS, J. [1994]: «Un análisis empírico de la financiación de la pequeña y mediana empresa manufacturera española: 1983-1989». *Moneda y Crédito*, n.º 199, págs. 57-96.
- PETERSEN, M.A. y RAJAN, R.G. [1994]: «The benefits of lending relationships: Evidence from small business data». *The Journal of Finance*, vol. 49, n.º 1, marzo: 3-37.
- [1997]: «Trade Credit: Theories and Evidence». *The Review of Financial Studies*, vol. 10, n.º 3, págs. 661-691.
- PETERSON, R. y SHULMAN, J. [1987]: «Capital structure of growing small firms: a twelve country study on becoming bankable». *International Small Business Journal*, vol. 5, n.º 4, págs. 10-222.
- PETTIT, R. y SINGER, R. [1985]: «Small business finance: a research agenda». *Financial Management*, vol. 14, n.º 3, otoño: 47-60.
- REAL DECRETO 241/1992, de 13 de marzo, por el que se desarrolla el artículo 94 de la Ley 20/1991, de 7 de junio, de modificación de los aspectos fiscales del Régimen Económico Fiscal de Canarias.
- REAL DECRETO 572/1997, de 18 de abril, por el que se revisan los límites contables de los artículos 181 y 190 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas [BOE núm. 104, de 1 de mayo de 1997].
- REAL DECRETO LEGISLATIVO 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas [BOE núm. 310, de 27 de diciembre de 1989].
- REAL DECRETO-LEY 3/1996, de 26 de enero, de reforma parcial de la Ley 19/1994, de 6 de julio, de modificación del Régimen Económico y Fiscal de Canarias [BOE núm. 24, de 27 de enero de 1996].
- REAL DECRETO-LEY 12/2006, de 29 de diciembre, por el que se modifican la Ley 19/1994, de 6 de julio, de Modificación del Régimen Económico y Fiscal de Canarias, y el Real Decreto-Ley 2/2000, de 23 de junio.
- REID, G. [1993]: *Small business enterprise: an economic analysis*. Routledge, London.
- REMMERS, L. [1975]: «Industry and size as debt ratio determinants in manufacturing internationally». *Financial Management*, vol. 36, n.º 3, págs. 879-888.
- ROBSON, G., GALLAGHER, C. y DALY, M. [1994]: «Diversification Strategy and Practice in Small Firms». *International Journal of Small Business Research*, vol. 11, n.º 2, págs. 37-53.
- RODRÍGUEZ RODRÍGUEZ, O.M. [2002]: *Análisis económico de la financiación interempresarial: determinantes del crédito comercial para las empresas canarias*. Tesis Doctoral. Universidad de La Laguna.
- SCOTT, J.H. [1976]: «A theory of optimal capital structure». *The Bell Journal of Economics*, vol. 7, n.º 1, primavera: 33-54.
- SCOTT, D.F. y MARTÍN, J.D. [1976]: «Industry Influence on Financial Structure». *Financial Management*, vol. 4 (primavera).
- SMITH, J. [1987]: «Trade Credit and Informational Asymmetry». *The Journal of Finance*, vol. 42, n.º 4, septiembre: 863-872.

- STOREY, D. [1994]: *Understanding the small firm sector*. Routledge, London.
- TITMAN, S. y WESSELS, R. [1988]: «The Determinants of Capital Structure Choice». *The Journal of Finance*, vol. 43, n.º 1, marzo: 1-19.
- VAN DER WIJST, N. y THURIK, R. [1993]: «Determinants of small firm debt ratios: an analysis of retail panel data». *Small Business Economics*, vol. 5, n.º 1, marzo: 55-65.
- WESTON, J.F. y BRIGHMAN, E.F. [1981]: *Managerial Finance*. 7<sup>th</sup> ed., Hinsdale: Dryden Press.