

Conservadurismo financiero y creación de empleo

Myriam Hernández-Robles

Universidad Politécnica de Cartagena

F. Javier Sánchez-Vidal

Universidad Politécnica de Cartagena

Resumen

Este estudio tiene por objeto, por un lado, analizar el fenómeno del conservadurismo financiero o de deuda para una muestra de empresas españolas para el periodo 2007-2010 y relacionarlo con la variación de empleo de las mismas. Este conservadurismo se refiere a una política de endeudamiento baja y tesorería alta, por un periodo superior al corto plazo. Por otra parte utilizamos el modelo de Jovanovic (1982), que relaciona crecimiento, edad y tamaño de la empresa, tal y como lo utiliza Heshmati (2001), al que se le añade una variable dummy, que indicará si la empresa es conservadora o no. Ya que el crecimiento de la empresa se ha medido como el crecimiento del número de empleados, lo que se está estudiando en última instancia es cómo afecta el conservadurismo a la creación o destrucción de empleo. La evidencia demuestra que una política de conservadurismo financiero es positiva para la creación de empleo.

Abstract

This article aims to analyze the phenomenon of financial conservatism in firms' capital structures and relate it to their employment variation for a sample of Spanish companies during the 2007-2010 period. Financial conservatism consists of a low-leverage/high cash no-short-term capital structure policy. We use Jovanovic's model (1982) that relates growth, age and size, as used by Heshmati (2001), to which we add a dummy indicating financial conservatism. As the growth of a company is measured as its number of employees variation, what we are ultimately analyzing is how financial conservatism affects job creation. Evidence shows that a financial conservative policy is positive for job creation.

Palabras clave: Conservadurismo Financiero, Estructura de capital, Crecimiento, Demanda de Trabajo, Financial conservatism, Capital Structure, Growth, Labor Demand

JEL Classification: G32 J23 O16.

1. Introducción

El objetivo de esta investigación es averiguar si existe relación entre la política de endeudamiento de una empresa y su crecimiento, medido éste como la variación en su número de empleados. En concreto, se trata de demostrar si las empresas con una política de endeudamiento bajo, a partir de ahora empresas conservadoras, tienden a destruir menos empleo que el resto de las empresas.

Para ello, se ha analizado el tipo de estructura de capital, así como la evolución de su número de empleados, de una muestra de 9.520 empresas extraída de la base de datos SABI en los años clave de crisis económica disponibles (de 2007 a 2010). En concreto el estudio se centra en alguna de las repercusiones que el llamado fenómeno del conservadurismo financiero tiene sobre la marcha de las empresas. El estudio de esta evidencia es relativamente nuevo, y hace referencia a la situación por la cual las empresas mantienen una política de bajo endeudamiento durante un cierto periodo de tiempo.

En este trabajo se analizará; en primer lugar, la emergente literatura sobre el conservadurismo financiero y en segundo lugar, se hablará de la relación entre tamaño, crecimiento y edad de la empresa, para introducir el modelo que servirá para relacionar el crecimiento de la empresa con el concepto de conservadurismo financiero. En la relación de estas dos corrientes de estudio radica esta investigación, ya que el objetivo es observar cómo afecta al crecimiento de la empresa, medido como variación del número de empleados, la edad, el tamaño y sobre todo, el conservadurismo financiero.

2. Conservadurismo financiero y crecimiento de la empresa.

En los dos subepígrafes siguientes se comentará el estado del arte con respecto al tema del conservadurismo financiero, tanto desde el punto de vista teórico como de las aportaciones empíricas hasta la fecha, y posteriormente, de una manera similar, se discutirán los diferentes aportes teóricos en cuanto al tema del crecimiento de la empresa.

2.1. El conservadurismo financiero.

Es un hecho que un considerable número de empresas optan por mantener una política de bajo endeudamiento por periodos de tiempo superiores al corto plazo. Este fenómeno ha llevado a la aparición de numerosos estudios sobre este intrigante comportamiento en cuanto a la política de

financiación y ha impulsado la aparición de una incipiente literatura sobre este tema. Según Minton y Wruck (2001), es una regularidad empírica persistente y desconcertante el hecho de que muchas empresas adoptan políticas financieras conservadoras. Estas empresas "infra-endeudadas" tienen deudas sustancialmente menores que las predichas por las teorías dominantes de la estructura de capital (Graham, 2000, Myers, 1984 y Korteweg, 2010). En su trabajo, Minton y Wruck examinan el fenómeno del conservadurismo financiero mediante el estudio de las empresas que adoptan una política persistente de bajo apalancamiento, obteniendo los siguientes resultados: 1) las empresas conservadoras siguen un estilo de jerarquía en su política financiera, teniendo importantes flujos de efectivo que pueden financiar la mayor parte de los gastos discrecionales internos, 2) el conservadurismo financiero es en gran medida una política transitoria, el 50% de las empresas de bajo apalancamiento abandonan su política financiera conservadora en un plazo de cinco años, 3) las empresas conservadoras tienden a ahorrar capacidad de endeudamiento. Sus "reservas" son utilizadas posteriormente para financiar los gastos discrecionales, en particular adquisiciones y gastos de capital, 4) el conservadurismo financiero no es un fenómeno basado en la industria. Hay empresas conservadoras, sin embargo, que operan con relativa frecuencia en las industrias que se suponen sensibles a las dificultades financieras.

Sánchez-Vidal y Martín-Ugedo (2006), encuentran también evidencia de comportamiento conservador para una muestra con un elevado número de empresas españolas: las estructuras de capital de estas empresas no pueden ser explicadas por la teoría de la estructura financiera óptima. Esta teoría señala, que cada empresa tiene una estructura financiera óptima a la que se llega por la compensación de una serie de ventajas e inconvenientes de la deuda, principalmente impuestos societarios y personales y costes de dificultades financieras. En su trabajo, la evidencia con respecto a las variables del tradeoff no presenta ni el signo ni la significatividad esperada, ya que se esperaría que las empresas conservadoras fueran aquellas con altos costes de dificultades financieras, con alto riesgo, con altos escudos fiscales alternativos a la deuda y con poca rentabilidad.

Un factor que podría explicar una política de bajos niveles de endeudamiento es la posibilidad de que las empresas sufran de un problema de restricciones financieras, que viene dado por el racionamiento del crédito por parte de los aportantes de recursos ajenos. Como consecuencia de este racionamiento, la empresa financiará su crecimiento con recursos propios, disminuyendo de este modo el endeudamiento empresarial. Además esa limitación de recursos puede provocar que la empresa tenga que renunciar a efectuar inversiones rentables, planteando un problema de infrainversión. La teoría de la jerarquía financiera también permite explicar la política conservadora de algunas empresas. Esta teoría primeramente escrita por Donaldson (1961), plantea que las empresas siguen una jerarquía de preferencias a la hora de financiar sus inversiones, que consiste básicamente en que las empresas optan preferentemente por la financiación interna, es decir, beneficios retenidos y amortización y en caso de recurrir a la financiación externa, elegirían, en primer lugar, financiarse mediante deuda, posteriormente recurrirían a obligaciones convertibles y, en el último lugar, a acciones. En consecuencia, las empresas que sean capaces de financiar su

crecimiento mediante recursos generados internamente disminuirán sus ratios de endeudamiento y, potencialmente, son candidatas a ser clasificadas como empresas conservadoras. Sánchez-Vidal y Martín-Ugedo (2006) encuentran evidencia de restricciones financieras y política financiera acorde con la teoría de la Jerarquía Financiera para la muestra de empresas españolas comentada con anterioridad, y que es la única evidencia hasta la fecha de comportamiento de conservadurismo financiero en nuestro país.

Un problema que tienen las PYMEs, principalmente en los mercados no anglosajones, es que tienen un “*finance gap*” o “brecha financiera”, ya que tienen mayor dificultad para acceder a los mercados de capitales (Holmes y Kent, 1991). Por tanto sus alternativas de financiación a largo plazo suelen reducirse a beneficios retenidos y a deuda financiera intermediada. Esta brecha financiera se divide en dos componentes: *brecha de la oferta*, es decir, o bien la disponibilidad de fondos es más limitada para las PYMEs, o su coste es mayor; y *brecha de conocimiento*, el uso restringido de la deuda es consecuencia directa de un limitado conocimiento de la oferta de fondos y pasivos financieros disponibles y del desconocimiento de las ventajas e inconvenientes de la deuda. Como consecuencia de estos dos componentes del “*finance gap*”, la principal fuente de financiación a largo plazo de las PYMEs, suele ser la autofinanciación, lo que daría como resultado que para una muestra compuesta fundamentalmente de empresas medianas y pequeñas, como ya veremos que es el caso de este estudio, se puede encontrar un número no desdeñable de empresas poco endeudadas. Según la evidencia empírica encontrada por Graham (2000), las empresas que son particularmente conservadoras en el uso de la deuda son aquellas que 1) tienen una capacidad de endeudamiento excesiva, 2) tienen exceso de efectivo (Opler et al, 1999.), 3) no parecen utilizar su capacidad de endeudamiento en exceso para hacer futuras adquisiciones o gastos de capital, 4) no se encuentran altamente concentradas en determinadas industrias y 5) mantienen una política conservadora durante muchos años consecutivos.

Dang (2013) examinó un panel incompleto de empresas del Reino Unido, dónde se muestra que el conservadurismo de la deuda es un fenómeno relativamente común y que existen un cierto número de regularidades empíricas persistentes además de desconcertantes: así, casi el 10% de las empresas de Reino Unido tienen apalancamiento cero y un 18% tiene un endeudamiento menor o igual al 1% (deuda ultra-baja). En la muestra de Dang (2013), las empresas que mantienen un apalancamiento cero o ultra-bajo, suelen ser empresas pequeñas, jóvenes y poco rentables, pero con un alto ratio de payout. Además, este autor encuentra que las empresas con altas oportunidades de crecimiento son más propensas a adoptar una política de endeudamiento extremadamente conservador.

Strebulaev y Yang (2013) también han encontrado evidencia de un desconcertante y sustancial número de empresas no financieras de EEUU que siguen una política de cero deuda. Durante el período 1962-2009, en promedio, el 10,2% de estas empresas tienen una deuda cero y casi el 22% tiene menos de un 5% de ratio de apalancamiento. Ni la industria ni el tamaño pueden explicar tal comportamiento extremo. Estos autores encuentran que esta política de cero endeudamiento cero no es un fenómeno cortoplacista, ya que al menos el 30% de empresas se

abstienen de tener deuda durante al menos cinco años consecutivos. Estas empresas son más rentables, pagan más impuestos, emiten menos acciones, tienen mayores saldos de liquidez y sorprendentemente pagan dividendos sustancialmente más altos que otras empresas semejantes en tamaño e industria.

El motivo para ser una empresa baja en deuda, según Graham y Harvey (2001), es mantener la flexibilidad financiera. Marchica y Mura (2010) analizaron la interacción entre la flexibilidad financiera y la habilidad inversora. Sostienen que las empresas están poco endeudadas para poder poder invertir más en el futuro. Su argumento se basaba en las ideas de Modigliani y Miller (1963) y Myers (1984), que mantienen que en presencia de restricciones financieras, las empresas que se anticipan a valiosas opciones de crecimiento en el futuro, lo hacen acumulando capacidad de endeudamiento. A través de esta política de conservadurismo financiero, las compañías mantienen un grado de flexibilidad financiera que les permite tener mejor acceso al mercado exterior cuando se enfrentan con oportunidades positivas de inversión. Después de un periodo de conservadurismo, las empresas aumentan significativamente sus gastos de capital con respecto a años anteriores. Los resultados de Marchica y Mura (2010) indican que las empresas financian estas inversiones con emisiones de deuda neta positiva. Sus hallazgos indican que después de un periodo de ahorro de capacidad de deuda, las empresas son capaces de invertir significativamente más. Además cuantifican el impacto de flexibilidad de deuda en términos económicos: en promedio las empresas son capaces de incrementar su inversión en aproximadamente un 37%. Encuentran, en suma, que las ventajas de la flexibilidad financiera son una importante justificación para el conservadurismo financiero.

Artículos recientes como el de Denis y McKeon (2012) ayudan a explicar los resultados por Marchica y Mura (2010). La evidencia encontrada por estos autores apoya el argumento de que las empresas que acumulan capacidad de deuda lo hacen para aprovechar mejor oportunidades positivas de inversión. Para DeAngelo y Whited (2011), las razones del atractivo de una estructura de capital conservadora difieren dependiendo de las cualidades de la inversión. Cuanto mayor sea la correlación serial de las oportunidades de inversión, más probable será que una oportunidad actual de inversión sea seguida por otra, con la correspondiente necesidad de fondos adicionales. Si la rentabilidad de estas inversiones se espera que persista, a una gran inversión le seguirán probablemente más inversiones, aumentando la posibilidad de que exista una gran necesidad de fondos, y manteniendo, por tanto, la necesidad de mantener una deuda baja en promedio.

Para Byoun et al. (2013), los modelos dinámicos de estructura de capital, enfatizan la importancia de considerar futuras necesidades financieras en la determinación de la actual estructura de capital. Estos modelos implican que para un coste dado de ajuste de estructura de capital, las empresas pueden optar por permanecer libres de deuda para prepararse para un gran desembolso de capital en un futuro cercano o para explotar futuras oportunidades de inversión. Barclay et al. (2001) también presentan un modelo que muestra que las oportunidades de crecimiento pueden tener un impacto negativo en la deuda. Por tanto, las empresas con grandes expectativas de inversión pueden preferir convertirse en empresas sin deuda para evitar renunciar a

cualquier futura inversión, o para evitar la financiación con recursos financieros de alto riesgo porque a la empresa no le quede más alternativa. Estos autores también afirman que si una empresa opta por una estructura financiera libre de deuda para depender exclusivamente de sus fondos internos generados, es probable que la empresa sea más rentable que una empresa endeudada. Por otra parte, si las empresas se convierten en libres de deuda para reducir la probabilidad de tener que emitir valores de riesgo o para prepararse para futuras oportunidades de inversión/crecimiento, serán también más propensas a tener mayores expectativas de inversión que las empresas endeudadas, según estos autores.

Bessler et al. (2013) hablan de la vertiente extrema del conservadurismo financiero o “zero-leverage” como un fenómeno internacional que está creciendo en los últimos tiempos a pesar de que sus características no se pueden explicar con las teorías estándar de estructura de capital. Mientras que en su muestra el porcentaje de empresas pertenecientes a mercados desarrollados que renunciaba al uso de deuda en 1998 era sólo de un 8,47%, en 2011 ese porcentaje había subido hasta el 25,70%. Estos autores concluyen que el recurso al conservadurismo financiero está vinculado con el intento por parte de la empresa de mantener una flexibilidad financiera, que le permita responder de manera oportuna maximizando su valor, a los cambios inesperados del flujo de efectivo y de las oportunidades de inversión.

Iona et al. (2008) creen que una política de estructura financiera conservadora puede manifestarse en la empresa de dos maneras. Una es a través de una deuda baja, como ya hemos visto en los aportes de distintos autores, y otra a través de una alta liquidez “high-cash”. Los motivos para tener una alta liquidez son; por una parte los costes de financiación externa, sobre todo en presencia de asimetría de información, ya que los fondos líquidos son una financiación de bajo coste para las empresas y les permite llevar a cabo valiosas oportunidades de inversión que puedan surgir. Por otra parte esta elevada liquidez podría estar explicada por los costes de agencia. Los directivos de las empresas pueden preferir saldos de efectivo más elevados porque son adversos al riesgo o porque esos altos saldos les permitirían un mayor consumo de extras, o poder financiar inversiones innecesarias no rentables, como sugiere la teoría del “free cash-flow” de Jensen (1986). Sin embargo este problema es muy probable que no suceda para las empresas de nuestra muestra, ya que para que este tipo de costes de agencia aparezca, es necesario que propiedad y control estén separados, que es lo que normalmente ocurre en empresas grandes y cotizadas. Sin embargo nuestra muestra está formada mayoritariamente por empresas pequeñas y medianas y no hay ninguna cotizada.

Hay que decir, no obstante, que aunque estos autores anteriormente mencionados se decantan por la influencia positiva del conservadurismo financiero sobre el mejor aprovechamiento de las futuras oportunidades de inversión, y por tanto, en última instancia, del crecimiento de la misma empresa, hay otra serie de autores que opinan que el uso de financiación ajena supone un motor de crecimiento para las mismas. Aunque no hay un modelo teórico que estudie el crecimiento de la empresa según su mayor o menor acceso a la deuda financiera, sí que hay trabajos en los que se hace depender el crecimiento de la empresa de su estructura financiera (Hehsmati, 2001;

Becchetti y Trovato, 2002; Honjo y Harada, 2006 y Mueller, 2008). Así, por ejemplo los resultados de Heshmati (2001), muy dependientes del método de estimación elegido y de la definición de crecimiento finalmente adoptada, muestran que el empleo no se ve ni positiva ni negativamente influido por los mayores niveles de deuda. Becchetti y Trovato (2002) encuentran que las PYMEs italianas restringidas financieramente sí ven limitado su crecimiento, y que por tanto la ley de Gibrat no se cumple para este grupo de empresas. Los resultados de Honjo y Harada (2006) muestran una relación positiva entre el crecimiento presente de las PYMEs japonesas y los programas del Gobierno de ayuda a la financiación. Mueller (2008) encuentra que las empresas dirigidas por directivos que no quieren perder el control sobre la compañía suelen emitir menos capital y tener incrementos mayores de deuda. Esta situación está estadísticamente relacionada con un menor crecimiento que el resto de empresas.

La existencia de una incipiente, aunque ya relevante, literatura sobre conservadurismo financiero, el hecho de que se constate que es un fenómeno presente en diferentes países, incluida España (Sanchez-Vidal y Martín-Ugedo, 2006), ya sean del llamado Sistema Continental (Civil Law) o del Sistema Anglosajón (Common Law), y de que afecte tanto a empresas cotizadas como a PYMEs (Bigelli et al., 2014), pone de manifiesto que es un tema relevante de estudio, también para el caso de España. Se evidencia además que este fenómeno no suele ser explicable a la luz de las teorías tradicionales de estructura financiera óptima, por lo que los autores sólo encuentran explicación teniendo en cuenta nuevos factores, como pueden ser, la consideración del dinamismo de las estructuras de capital (y no considerando, por tanto, meramente el corto plazo) e incorporando conceptos como la flexibilidad financiera.

2.2. Crecimiento, tamaño y edad de la empresa.

El crecimiento y el tamaño de las empresas ha sido, con frecuencia, un tema importante analizado tanto a nivel teórico como en la literatura empírica en el ámbito del estudio de la Economía de la Empresa y las Finanzas. La llamada ley de Gibrat establece que el crecimiento de las empresas es proporcional a su tamaño, independientemente de su tamaño inicial. Sin embargo, algunos estudios empíricos evidencian una relación negativa entre crecimiento y tamaño, lo que sugiere que las empresas más pequeñas tienen mayores y más variables tasas de crecimiento, que reducen su tasa de supervivencia (Mansfield, 1962; Du Reitz, 1975; Hall, 1987; Mata, 1994), otros estudios (Singh y Whittington, 1975) sin embargo encontraron una relación positiva.

Para explicar la discrepancia entre la teoría de la ley de crecimiento proporcional de Gibrat y las evidencias empíricas, Jovanovic (1982) propone la teoría de la selección “ruidosa”¹. Esta teoría enfatiza la eficiencia en la gestión y el aprender por experiencia como los factores clave que determinan el crecimiento de una empresa dinámica. Las empresas eficientes crecen y sobreviven,

¹ Del inglés “noisy selection”.

mientras que las ineficientes tienden a decrecer y quebrar. Las diferencias de tamaño de las empresas no solo se miden por su capital fijo, sino también por la eficiencia en la producción. El crecimiento y la supervivencia de la empresa están vinculados a su tamaño, edad y eficiencia de producción inicial, lo que implica que las empresas más pequeñas y jóvenes tienden a crecer más rápido que las antiguas y grandes, evidencia que se ha de poner de manifiesto en mayor medida a nivel empírico, ya que las empresas pequeñas y jóvenes que crecen menos suelen desaparecer y no suelen ser consideradas en las bases de datos. Según este planteamiento, tamaño de la empresa y edad deben ser considerados factores determinantes del crecimiento. Unos años más tarde Evans (1987a) también estudió el crecimiento de la empresa y su edad, tomando como base el hecho de que algunas teorías apoyan la existencia de un patrón particular de crecimiento durante los ciclos de vida de la empresa. Su estudio demuestra que el crecimiento de la empresa decrece con la edad. Esta relación inversa entre crecimiento y edad, es consistente además con la teoría de Jovanovic (1982). Asimismo su trabajo examina la relación entre crecimiento y tamaño de la empresa, utilizando como variable dependiente del crecimiento la variación logarítmica del número de empleados de la empresa. Su estudio concluyó que el crecimiento de la empresa cae con su tamaño, lo que sería contrario a la Ley de Gibrat. En un trabajo posterior, Evans (1987b) encuentra evidencia de que la probabilidad de fracaso de la empresa, su crecimiento y la variabilidad de éste decrecen conforme aumenta la edad de la empresa. Con respecto al tamaño de la empresa, Hall (1987) realiza un estudio en el que relaciona el tamaño de la empresa y su crecimiento, midiendo esta relación a través del número de empleados. Para este autor, el número de empleados es una especie de stock o capital, que no es ajustable de forma instantánea a coste cero para la empresa. Del resultado de su estudio se evidencia que el crecimiento para las pequeñas empresas es, en efecto, mayor, aunque no lo suficiente como para tener un efecto significativo en la distribución del tamaño durante más de diez años. Al igual que Hall (1987), en el análisis que presenta en su artículo, Heshmati (2001) mide el tamaño como el número de los empleados, entre otras medidas. Su primer modelo estima el crecimiento del empleo respecto la edad y el tamaño y obtiene como resultados una relación negativa entre el crecimiento y el tamaño, lo que sugiere que la ley de Gibrat, que establece la independencia entre el tamaño de la empresa y su crecimiento, no se cumple para las micro y pequeñas empresas, que son las empresas objeto de su estudio, y lo que ratifica por otro lado la relación negativa entre el crecimiento y la edad que se deduce del modelo de Jovanovic (1982).

Basándose en los autores antes mencionados, Honjo y Harada (2006) también estudiaron el crecimiento de la empresa con tres modelos de crecimiento al igual que Heshmati (2001), tomando también uno de ellos como variable dependiente que mide el crecimiento de la empresa la variación logarítmica del número de empleados, y como variables independientes, la edad y el tamaño entre otras características. Sus resultados fueron que los coeficientes de tamaño y edad son negativos y significantes en los tres modelos de crecimiento, resultado consistente con el modelo de aprendizaje de Jovanovic (1982).

En este trabajo se realizará un análisis similar al de Heshmati (2001), al que se le añadirá una variable que dará cuenta del comportamiento conservador, para analizar si ésta influye en el crecimiento de la empresa.

3. Muestra, variables y modelo

3.1. Muestra

La muestra de empresas utilizada para el estudio empírico fue extraída de la base de datos SABI de Informa S.A. Se trata de una amplia muestra de empresas españolas, con predominio de PYMEs. El periodo de estudio se decidió centrar en los años de 2007 a 2010, porque en 2007 se produjo el cambio al nuevo plan general contable con sus nuevos formatos de cuentas que hacen variar sustancialmente algunas partidas, por lo que datos de años anteriores no hubiesen sido fielmente comparables con los años posteriores a 2007, debido a la discontinuidad de datos de la base SABI.

La intención era conseguir una muestra lo más fiable posible, por lo que se procedió a aplicar filtros con el propósito de minimizar errores. Uno de los filtros aplicados fue que todas las empresas tuvieran un Activo Total superior a 0 Euros ya que ésta es una de las cuentas principales del balance. Después se eliminaron de la muestra, todas las empresas para las cuales la desagregación del Pasivo Corriente fuera inferior al 90% del total del Pasivo Corriente total en alguno de los periodos analizados. Otro de los filtros aplicados fue eliminar las empresas que no ofrecieran dato sobre el número de empleados para todos los años analizados, ya que este es un dato fundamental para este estudio, pero que no suele estar disponible en SABI para todas las empresas. Una vez aplicados los filtros quedó una muestra formada por 28.134 observaciones empresa/año para los cuatro distintos periodos, que se usarán para construir la clasificación de empresas conservadoras y empresas de control y para realizar las regresiones de nuestro análisis principal. La muestra es un panel de datos casi completo porque se obligaba a las empresas a tener datos de balance y cuenta de pérdidas y ganancias durante al menos tres años consecutivos, para que se pudieran utilizar en al menos un año en el análisis de regresiones.

La información extraída de cada empresa consiste en los datos de cuentas de balance y pérdidas y ganancias, además de su número de empleados, código de CNAE y su fecha de

constitución. Una vez obtenida la base de datos se procedió a eliminar las empresas que pertenecían al sector financiero y de seguros.²

3.2. Variables

*La variable dependiente de este trabajo de investigación es el crecimiento. Rogers et al. (2010) utilizan un modelo para medir la relación entre tamaño y crecimiento en el que las tres medidas de tamaño utilizadas son, activos, ventas y número de empleados. También Evans (1987) utilizó el número de empleados como una referencia del tamaño de la empresa y en concreto su cambio logarítmico anual como una medida del ratio de crecimiento de la misma. Honjo y Harada (2006) utilizan asimismo la diferencia de logaritmos del número de empleados como variable dependiente para medir el crecimiento de la empresa. En este estudio se ha utilizado la misma definición de crecimiento y por tanto, la variable dependiente, que es la misma en todas las estimaciones, vendrá definida por la fórmula:”

$$\text{Crecimiento}_t = \text{Ln}(\text{número de trabajadores})_t - \text{Ln}(\text{número de trabajadores})_{t-1} \quad [1]$$

Las variables independientes del análisis de regresiones serán el tamaño, la edad y la dummy de conservadurismo financiero:

*La variable **empleados**, ha sido utilizada como medida del tamaño de la empresa (Rogers et al., 2010; Evans, 1987) y se calcula como el logaritmo neperiano del número de empleados.

$$\text{Empleados} = \text{Ln}(\text{del número de empleados de la empresa}) \quad [2]$$

*La variable **edad** se calcula como el número de años que lleva la empresa en activo, dato que fue obtenido restando al año referente al periodo estudiado, la fecha de constitución de la empresa. La variable está construida de la siguiente manera, donde Ln es el logaritmo neperiano:

$$\text{Edad} = \text{Ln}(1 + \text{edad de la empresa}) \quad [3]$$

*Dummy de **conservadurismo financiero**, está basada en las utilizadas por Minton y Wruck (2001), Sánchez-Vidal y Martín-Ugedo (2006), Iona et al. (2008) y Bigelli et al. (2014) y en donde se considera tanto la deuda financiera como la alta liquidez. Por tanto la medida financiero-contable en la que se basará nuestra dummy de conservadurismo financiero se define como el ratio o razón de deuda menos efectivo entre los activos totales, ya que se considera que es en esta combinación de deuda y tesorería en lo que realmente se fijan los inversores externos a la empresa y en concreto, los acreedores financieros, a la hora de valorar una empresa y concederle financiación. Se considera que una empresa tiene un bajo endeudamiento con coste menos efectivo un año concreto cuando se posiciona en el cuartil de empresas con el valor más bajo para esa

² Esta eliminación es habitual en todos los estudios de estructura de capital, véase (Rajan y Zingales, 1995; Shyam-Sunder y Myers, 1999; Fama y French, 2002; y Frank y Goyal, 2003). El motivo de la no inclusión es la singularidad de estas empresas en cuanto a legislación, contabilidad, etc.

medida ese año. Además para que una empresa sea considerada conservadora un determinado año, debe estar dentro de ese cuartil de empresas no sólo ese año, sino también el previo. Al considerar más de un año se quiere estudiar un comportamiento conservador duradero que no sea meramente cortoplacista, provocado por ejemplo, porque la empresa haya realizado una ampliación de capital o haya generado una gran cantidad de flujos de caja en un año en concreto (Sánchez Vidal y Martín-Ugedo, 2006).

$$\text{Conservadurismo} = (\text{Deuda financiera} - \text{Tesorería}) / \text{Activo Total} \quad [4]$$

Dado que, en realidad no hay una medida consensuada en la literatura del conservadurismo financiero, hemos comprobado la robustez de la definición de conservadurismo financiero elegida. En la Tabla 1 se presentan la media y la diferencia correspondiente de medias para nuestras submuestras de empresas conservadoras y de control, de otros ratios que hubieran podido servir como medida de conservadurismo financiero de la empresa, con el objeto de estudiar la posibilidad de que los resultados estuvieran influenciados por la definición de conservadurismo elegida. El primer ratio (Deuda financiera menos efectivo) es el ratio base utilizado en este estudio para la dummy de conservadurismo y que refleja lógicamente una amplia diferencia entre las empresas conservadoras y el resto de empresas que forman parte del grupo de control. Para el ratio Deuda financiera / Activo Total podemos observar como para las empresas conservadoras la deuda financiera representa sólo el 6% del total del Activo, mientras que para las empresas no conservadoras este ratio supera el 34%. El ratio Deuda financiera menos efectivo ajustado a la media del sector³ es negativo para las empresas conservadoras y mantiene una diferencia porcentual similar a la de la misma variable sin ajustar por el sector, lo que quiere decir que su comportamiento conservador no se debe a las características del sector al que pertenece.⁴ El ratio Deuda financiera / Activo Total ajustado a la media del sector, al igual que el anterior tiene signo negativo para las empresas conservadoras, lo que quiere decir que las empresas conservadoras tienen un valor para ese ratio inferior a la media de su sector. Para el ratio Deuda total / Pasivo Total podemos observar que aun teniendo en cuenta toda la deuda de la empresa, no sólo la financiera, sigue existiendo una palpable diferencia para el porcentaje de representación de la deuda en el total de la estructura financiera entre empresas conservadoras y empresas de control.

Otro ratio estudiado es el de Deuda a largo plazo / Pasivo Total. Para las empresas conservadoras la representación de la deuda a largo plazo en su estructura financiera es inferior al 6% frente a un casi 19% de las empresas de control. Por último se presenta un ratio de medida de activos más líquidos de la empresa, el ratio Tesorería / Activo Total, que es otra de las

³ Una variable ajustada a la media del sector se calcula como el valor de esa variable menos la media de esa variable para las empresas que forman parte del mismo sector al que pertenece la empresa a un nivel de dos dígitos del CNAE.

⁴ Se han repetido además los análisis para la variable ajustada por el sector como dependiente y los resultados son muy similares.

características de las empresas conservadoras según varios autores. Para esta muestra también se cumple que las empresas conservadoras tienen más tesorería, ya que ésta representa un 33% del Activo Total, frente al escaso 8% de las empresas de control. Como se puede percibir, las submuestras de empresas que son conservadoras según la definición elegida en este trabajo siguen siendo significativamente distintas y conservadoras cuando se las compara con el resto de empresas, independientemente de la medida de conservadurismo elegida.

Tabla 1. Medidas alternativas de conservadurismo financiero y de tesorería.

	Empresas conservadoras	Empresas de control	Estadístico t (z estadístico de Kolmogorov-Smirnov) para la diferencia de medias (no normalidad)
Deuda financiera menos Cash	-0,269	0,264	-186,582 *** (-98,08) ***
Deuda financiera / Activo Total	0,060	0,347	-159,609 *** (-108,93) ***
Deuda financiera menos Cash ajustado a la media del sector	-0,375	0,091	-157,724 *** -91,69) ***
Deuda financiera / Activo Total, ajustado a la media del sector	-0,219	0,030	-122,444 *** (-96,33) ***
Deuda total / Pasivo Total	0,431	0,647	-60,532 *** (-61,05) ***
Deuda a largo plazo / Pasivo Total	0,053	0,186	-79,279 *** (-70,63) ***
Tesorería / Activo Total	0,329	0,083	-98,845 *** (-57,862) ***

Las empresas conservadoras son definidas como aquellas para las cuales su ratio de deuda financiera menos el cash sobre el total del activo se encuentra en el cuartil más bajo de la muestra para ese año y el anterior. En esta tabla se muestran otros ratios utilizados para medir las características de ese comportamiento conservador, comparando las empresas conservadoras con las empresas del grupo de control que son todo el resto de empresas que sobreviven para ese año, pero que no pueden ser consideradas conservadoras. Los ratios ajustados por el sector se calculan restando el valor medio del sector. Los t estadísticos de diferencia de medias se realizan asumiendo varianzas iguales o distintas. *, ** y *** indican significación estadística al 10%, 5% y 1%, respectivamente.

En la Tabla 2 se muestran los estadísticos descriptivos de las variables que se utilizarán en el análisis principal de este estudio.⁵ La mayoría de las empresas de la muestra son PYMEs⁶ con lo cual podría ser aplicable la hipótesis de la brecha financiera (Holmes y Kent, 1991).

Tabla 2. Estadísticos descriptivos de las variables usadas en el análisis de regresión.

	Observaciones	Media	Desv. estándar	Mínimo	Máximo
Crecimiento	28134	-0,02	0,31	-5,90	5,61
Empleados	36766	4,18	1,20	0	10,55
Edad	36766	2,99	0,61	0	4,83
Conservadurismo	27005	0,20	0,40	0	1
Conservadurismo t-1	17662	0,20	0,40	0	1
Conservadurismo t-2	8768	0,19	0,39	0	1

El crecimiento está medido como la variación del logaritmo del número de trabajadores, Empleados es el logaritmo neperiano del número de trabajadores, Edad es el logaritmo de uno más la edad de la empresa, y el conservadurismo se define como una dummy igual a 1 para aquellas empresas para las cuales su ratio de deuda financiera menos el cash sobre el total del activo se encuentra en el cuartil más bajo de la muestra para ese año y el anterior.

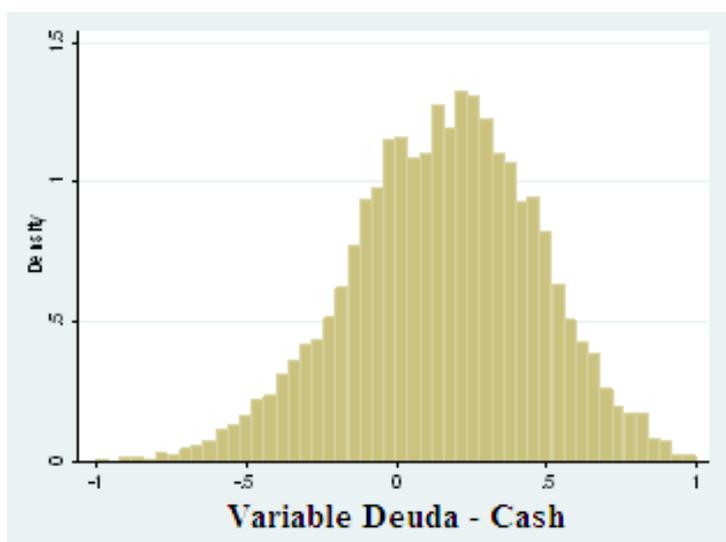
Observamos que el número de observaciones decrece para las dummies retardadas como es de esperar y que la media de comportamiento conservador se mantiene estable en aproximadamente el 20% de la muestra.

Como muestra de comportamiento conservador se percibe una primera señal cuando observando el histograma de la variable deuda menos efectivo para el año central de la muestra⁷ (Figura 1), se constata que hay una elevada concentración de empresas para las cuales la variable presenta un signo negativo, es decir, son empresas con una elevada capacidad sobrante de endeudamiento.

⁵ Dado que la variable variación del número de empleados es una variable crucial en este trabajo y para facilitar su presentación e interpretación, en el Anexo 1 se presenta como variación del número de empleados, en la que, a diferencia de la variable Crecimiento, no se han tomado logaritmos. Se puede observar que aunque la media sea positiva, la mediana es cero, lo cual quiere decir que para los valores centrales las empresas no han creado ni destruido empleo, lo que concuerda más con la situación de destrucción de empleo que ha tenido lugar a nivel macroeconómico en el país, si tenemos en cuenta que en la muestra sólo hay empresas que han sobrevivido al menos para tres de los cuatro años del periodo muestral.

⁶ La variable edad sin logaritmos neperianos, presenta una media de 23 años y una mediana de 20. La media del número de empleados de las empresas de la muestra es de 163 con una mediana de 63. Como el número de empleados es también una medida del tamaño, podemos decir que la mayoría de las empresas de la muestra son PYMEs.

⁷ Esta evidencia se repite para todos los años de la muestra.

Figura 1. Histograma de la variable deuda - efectivo o “cash” para el año 2009.

La Tabla 3 describe la composición por años de las submuestras conservadoras y de control. En la primera línea podemos ver el número de empresas que eran conservadoras para ese periodo, en la segunda línea el porcentaje de empresas conservadoras sobre el total de la muestra para ese periodo que, como podemos observar, tiene una ligera tendencia creciente aunque presenta un alto grado de estabilidad, en la tercera línea el número de empresas que no eran conservadoras de deuda para ese periodo y por último el número total de observaciones para ese periodo. Se puede observar que el porcentaje no llega al 25%, por efecto de la exigencia de más de un año que se le ha requerido a la definición de conservadurismo financiero. Se deduce que aproximadamente tres cuartas partes de las empresas de la muestra que se situaban en el cuartil de más bajo endeudamiento del ratio Deuda menos Cash en un año concreto lo siguen estando al siguiente.

Tabla 3. Composición por años de la submuestra de empresas conservadoras.

	2008	2009	2010
Empresas conservadoras	1.690	1.796	1.871
% de empresas conservadoras sobre el total	18,76%	19,98%	20,77%
Grupo de control	7.319	7.194	7.135
Total	9.009	8.990	9.006

Las empresas conservadoras son definidas como aquellas para las cuales su ratio de deuda financiera menos el cash sobre el total del activo se encuentra en el cuartil más bajo de la muestra para ese año y el anterior. El grupo de control son todo el resto de empresas que

Se ha considerado oportuno presentar en la Tabla 4 la medida de la persistencia del comportamiento conservador de la variable dependiente, ya que muchos autores sostienen que las empresas son conservadoras para mantener una cierta capacidad de endeudamiento sobrante y no comprometer futuras oportunidades de crecimiento e inversiones (Graham, 2000). Interesa por tanto analizar si las empresas dejan de ser conservadoras después de haber sido analizadas como tales o por el contrario la inmensa mayoría de ellas siguen siéndolo en un mediano plazo, indicando por tanto que no realizan esas inversiones o no lo hacen, al menos, durante los años inmediatamente posteriores. Además se divide la muestra por tamaño de la empresa según número de trabajadores⁸ para analizar qué tipo de empresa es más dada a persistir en su comportamiento conservador.

Tabla 4. Persistencia del comportamiento conservador.

	Para 1 año	Para 2 años
Conservadurismo (Total muestra)	85,25%	74,72%
Pequeñas	86,77%	77,09%
Medianas	85,07%	75,45%
Grandes	80,38%	66,49%

Las empresas conservadoras son definidas como aquellas para las cuales su ratio de deuda financiera menos el cash sobre el total del activo se encuentra en el cuartil más bajo de la muestra para ese año y el anterior. La persistencia comprueba que ese comportamiento conservador se mantiene para un periodo adicional.

Podemos comprobar que ya al transcurrir dos años, un cuarto de las empresas dejan de ser conservadoras, evidencia que sugiere que esas empresas que eran conservadoras han utilizado esa capacidad sobrante de deuda y esos saldos de tesorería para acometer alguna inversión y crecer. Si tenemos en cuenta el tamaño de la empresa, podemos observar que el un tercio de las empresas grandes que eran conservadoras han dejado de serlo a los dos años, mientras que menos de un cuarto aproximadamente de las empresas PYMEs dejan de serlo a los dos años. Esta diferencia puede deberse a que las empresas grandes están más dispuestas a utilizar esa capacidad sobrante de deuda para invertir con más frecuencia, o que las pequeñas empresas deciden persistir durante más tiempo en ese comportamiento conservador para obtener la flexibilidad deseada. Devos et al. (2012) encuentran evidencia de que las empresas que adoptan una política de cero deuda durante tres años consecutivos son empresas restringidas financieramente, y típicamente más jóvenes y más pequeñas que el resto.

⁸ Los resultados obtenidos para otras medidas de tamaño de la muestra (por cifra de ventas y por Total Activo) son similares a los obtenidos dividiendo la muestra por número de trabajadores, lo que aporta robustez al resultado.

3.2.1 Caracterización de las empresas conservadoras.

En este apartado se tratará de describir el perfil de las empresas conservadoras con algunas de las variables más importantes a nivel financiero. Se han escogido las variables cash-flows generados (flujos de efectivo generados), inversiones e intangibles, ya que constituyen según los estudios de conservadurismo financiero, algunos de los factores más importantes que determinan la estructura de capital de las empresas conservadoras. En la Tabla 5 se presentan las medias para las dos submuestras de dichas variables.

Tabla 5. Medias para las empresas de la submuestra conservadora y del grupo de control, diferencia de medias y estadístico t de esa diferencia de las variables cash-flows generados, inversión en inmovilizado material e intangibles

	Media E. conserv.	Media E. no conserv.	Diferencia de medias	Estadístico t
Cash-flows generados	0,103	0,090	-0,014	7,675***
Inversión en inmovilizado material	0,001	0,004	0,003	-2,950***
Intangibles	0,013	0,024	0,011	-9,617***

Con respecto a los *cash-flows generados*, la variable representa el cash-flow generado dividido entre Activo Total. Como podemos observar las empresas conservadoras son significativamente más rentables que el resto. La *inversión en inmovilizado material*, o variación en inmovilizado material para el año t, relativizado por el Activo Total, refleja que la media de inversión en inmovilizado material para el año t es sustancialmente menor en el caso de las empresas conservadoras. Estos dos resultados parecen dar la razón a las implicaciones de la Teoría de la Jerarquía financiera, porque a un bajo endeudamiento se podría llegar gracias a un bajo déficit financiero o incluso a un superávit financiero. Por último con respecto a los *intangibles*, o ratio de inmovilizado inmaterial a principio del año partido por el Activo Total, se constata que las empresas conservadoras tienen menos intangibles que el grupo de control. La teoría del tradeoff habría previsto la relación contraria, ya que a mayor nivel de intangibles, mayor la necesidad de huir de tasas de endeudamiento altas para prevenir los mayores costes de dificultades financieras.

3.3. Modelo

Como se ha comentado en apartados anteriores, el modelo utilizado en este estudio es similar al aplicado por Heshmati (2001), basado también en el utilizado por Jovanovic (1982) y Evans (1987a, b), en tanto en cuanto la variable crecimiento para el periodo t está en función del tamaño y la edad para el periodo t-1. La relación propuesta se expresa como:

$$G_{i,t} = \alpha + \beta_1 E_{i,t-1} + \beta_2 A_{i,t-1} + \beta_3 DuC_{i,t-1} + \epsilon_{i,t} \quad [5]$$

Donde $G_{i,t}$ es la variable de crecimiento para el periodo t de la empresa i , $E_{i,t-1}$ es la variable tamaño para el periodo $t-1$, $A_{i,t-1}$ es la variable edad para el periodo $t-1$, $Duc_{i,t}$ es la dummy de conservadurismo retardada un periodo⁹ y $\varepsilon_{i,t}$ es el término de error.

4. Resultados

En la tabla 6 se muestran los resultados de las regresiones MCO¹⁰, donde la variable dependiente es el crecimiento de la empresa y las variables independientes serán la edad, el tamaño y la dummy de conservadurismo financiero. Se han realizado cuatro análisis: en el primero se presenta el modelo más básico que se suele utilizar en la literatura, que relaciona el crecimiento de la empresa con la edad y el tamaño, al segundo se le añade la dummy de conservadurismo financiero con retardo de un año. Ya que, según los argumentos de Marchica y Mura (2010) o Byoun et al. (2013), las empresas pueden optar por ser conservadoras para prepararse para un desembolso futuro cuando aparezcan oportunidades de inversión valiosas, y dado que esas oportunidades no tienen porque aparecer necesariamente en el año siguiente, se ha considerado oportuno considerar, en un tercer modelo, la introducción de la dummy de conservadurismo financiero con retardo de dos años a añadir al modelo anterior, para contemplar el hecho de las empresas puedan tardar un cierto intervalo de tiempo antes de utilizar esa capacidad sobrante de deuda.

En el último modelo (4), se ha optado por utilizar como explicativa del comportamiento conservador exclusivamente la dummy de conservadurismo con dos años de retardo.

Observamos en el modelo 1 que la variable tamaño (empleados) tiene una relación negativa con respecto al crecimiento de la empresa. Este resultado está en concordancia con la evidencia empírica encontrada por Heshmati (2001), Mansfield (1962), Du Reitz (1975), Hall (1987) y Mata (1994) y es contraria a los postulados de la ley de Gibrat. No se sostiene por tanto, que el crecimiento de la empresa sea proporcional al tamaño. La concordancia con la teoría de selección “ruidosa” de Jovanovic (1982) se verifica también para el resto de modelos de la Tabla 5, confirmando la robustez de este resultado.

⁹ Las consecuencias de que una empresa sea conservadora en el año t se ponen de manifiesto en el año $t+1$ (o lo que es lo mismo, no se puede esperar que una empresa utilice su capacidad sobrante de deuda para crear empleo en el año t , si se le obliga a que sea conservadora a 31 de diciembre de ese mismo año).

¹⁰ Aunque la cuestión de la autocorrelación no es un problema importante en paneles de datos micro (gran número de observaciones pero pocos periodos, como es el caso), hemos realizado las estimaciones MCO con la opción cluster o agrupamiento de datos en el Stata, en los que se tiene en cuenta la unidad a la que pertenecen los datos, en este caso la empresa. Aunque con la opción cluster nuestras estimaciones son muy similares a las del OLS básico, esta opción permite obtener errores estándar robustos a la heteroscedasticidad y la autocorrelación.

Tabla 6. Regresiones de crecimiento, edad, tamaño y conservadurismo financiero.

	Regresión 1		Regresión 2		Regresión 3		Regresión 4	
	Coeficiente		Coeficiente		Coeficiente		Coeficiente	
	(estadist. t)		(estadist. t)		(estadist. t)		(estadist. t)	
Empleados	-0,024		-0,022		-0,017		-0,017	
	(-9,11)	***	(-7,02)	***	(-3,96)	***	(-3,98)	***
Edad de la empresa	-0,018		-0,006		-0,010		-0,010	
	(-6,40)	***	(-1,69)	*	(-1,94)	*	(-1,92)	*
Dummy de conserv t-1			0,018		0,006			
			(3,29)	***	(0,44)			
Dummy de conserv t-2					0,007		0,012	
					(0,45)		(1,43)	
R2	0,011		0,009		0,006		0,006	

Se muestran las regresiones realizadas con el fin de encontrar la relación entre las diferentes variables independientes, que se muestran en la primera columna y el crecimiento. La regresión 1 explica la relación básica entre crecimiento, edad y tamaño. $G_{i,t} = \alpha + \beta_1 E_{i,t-1} + \beta_2 A_{i,t-1} + \epsilon_{i,t}$. En la regresión 2 se introduce la dummy de conservadurismo financiero. En la regresión 3 se añade al modelo 2 la dummy de conservadurismo con dos periodos de retardo. En la regresión 4 se muestra el modelo básico 1 con el añadido de la dummy de conservadurismo con dos años de retardo. Para controlar por el problema de multicolinealidad se realizó el test de inflación de la varianza y el mayor valor fue de 2,42, lejos del valor crítico de 5. *, ** y *** indican significación estadística al 10%, 5% y 1%, respectivamente.

La variable edad presenta una relación negativa con respecto al crecimiento de la empresa. Esta relación es consistente con los resultados encontrados por Evans (1987a). Esta relación inversa entre crecimiento y edad, es también coherente con los postulados con la teoría de Jovanovic (1982), que sostiene que las empresas jóvenes crecen más rápido que las empresas maduras. Honjo y Harada (2006) también obtuvieron resultados similares para la variable edad en sus tres modelos de crecimiento, con coeficientes negativos y significativos, confirmando la evidencia de otros estudios empíricos que habían obtenido igual signo para esta variable cuando era relacionada con el crecimiento de la empresa. Este signo negativo para la variable edad se suele mantener significativo para todos los modelos estudiados, con distintos niveles de significatividad.

A partir de la columna 2 (modelo 2) se introducen las dummies de conservadurismo financiero, contemplando a través de diferentes retardos la posibilidad de que el conservadurismo financiero pudiera estar influyendo en el crecimiento del empleo dentro de la empresa en distintos momentos del tiempo. En el segundo modelo, al introducir la dummy retardada un periodo, observamos una relación positiva y significativa entre crecimiento de la empresa y conservadurismo

financiero, lo que implica que las empresas con bajo endeudamiento y alta cantidad de efectivo, utilizan esta política de conservadurismo para invertir en el crecimiento de la empresa en años posteriores. Esto es evidencia de que, aun cuando las empresas conservadoras puede que estén invirtiendo menos en el momento presente, como sostiene el argumento de la existencia de restricciones financieras, no lo hacen así cuando se considera un mediano plazo, y este incremento de inversión se refleja en un aumento del empleo en un plazo de un año. Dado que la mayoría de las empresas de la muestra son PYMEs, esta reserva de fondos con vistas a ser utilizada en un futuro es probable que venga dada por la existencia de asimetrías de información más severas para este grupo de empresas, que provoca restricciones financieras en el corto plazo o por la existencia de una brecha financiera como se explicó anteriormente, y que obliga a estas empresas a mantener una cierta flexibilidad financiera para acometer inversiones en el corto-mediano plazo. Como el valor del coeficiente 0,018 es significativo, y dado que es la diferencia del año $t-1$ al t del logaritmo neperiano del número de empleados, se puede afirmar que las empresas conservadoras crean tres puestos de trabajo más que las no conservadoras (o destruyen tres puestos menos de trabajo) cuando ha pasado un año de haber sido clasificadas como conservadoras.¹¹ Si tomamos la mediana, esta variación positiva del número de trabajadores es de 1,2 empleados más que la submuestra del grupo de control.

En el tercer modelo se añaden las dummies de conservadurismo financiero con uno y dos retardos contemporáneamente. Se observa que, aunque el signo es positivo, ninguna de las dummies alcanza significatividad al 10%, lo que probablemente puede indicar que el efecto positivo del conservadurismo sobre el empleo se reparte entre los años $t+1$ y $t+2$, pero que también se diluye, comprometiendo la significatividad de ambas. A resultados de la evidencia encontrada en este tercer modelo se ha considerado oportuno realizar la regresión sólo para la dummy de conservadurismo con retardo de dos años. Además este último modelo tiene sentido también a la luz de los resultados de la Tabla 4, que mostraba, a través de la persistencia, que las empresas pueden hacer uso de la flexibilidad financiera que les proporciona el conservadurismo financiero en un plazo más largo que el estricto corto plazo. Se ha encontrado que el signo de esta variable, aunque positivo, no llega a ser significativo al 10%. Esta reducción de la significatividad cuando han pasado dos años desde que la empresa era conservadora puede deberse también al hecho de que, si se le exige a la empresa que sea conservadora durante dos años, y el crecimiento es el del año $t+2$, han pasado en total cuatro años desde el momento en el que la empresa comenzó a mostrar un comportamiento conservador, lo cual quizás es un intervalo de tiempo demasiado largo.

¹¹ Calculado en función de la media de empleados para toda nuestra muestra, que es de 163.

4.1. Análisis de Robustez

-*Regresiones año a año.* Se repitieron las regresiones pero para cada periodo con el fin de determinar si los resultados persistían a pesar de ser diferentes periodos. Se encontró que el conservadurismo financiero ejercía una influencia positiva tanto en el 2009 como en el 2010, pero con un efecto mayor, tanto en valor del coeficiente como en significatividad en el primer año, es decir, en los albores de la crisis.¹² Por lo interesante de esta evidencia se ha considerado pertinente mostrar los resultados en el Anexo 2. Ya que el crecimiento del número de empleados del 2009 se relaciona con el hecho de que la empresa sea conservadora (y esto supone serlo en el año 2007 y 2008), lo que ponen de manifiesto los resultados es que cuando la crisis se prolonga, el efecto positivo del conservadurismo sobre el empleo se va diluyendo.

-*Análisis por sectores.* En la Tabla 7 se presentan las regresiones del modelo general para cada uno de los sectores principales de actividad económica según el CNAE. Se observa que el tamaño siempre ejerce una influencia negativa en el crecimiento y que para la variable de interés, es en los sectores de construcción y servicios en donde el conservadurismo financiero ejerce una relación positiva más significativa sobre el empleo.

Tabla 7: Regresión principal para los diferentes sectores de actividad de la muestra según clasificación del CNAE.

	Agricultura	Construcción	Industria	Servicios
	Coeficiente (estadist. t)	Coeficiente (estadist. t)	Coeficiente (estadist. t)	Coeficiente (estadist. t)
Empleados	-0,035 (-1,98) **	-0,025 (-2,91) ***	-0,024 (-5,00) ***	-0,022 (-5,19) ***
Edad de la empresa	-0,022 (-0,90)	-0,002 (-0,14)	-0,005 (-0,99)	-0,008 (-1,53)
Dummy de rismo t-1	-0,091 (-0,80)	0,058 (3,10) ***	-0,008 (1,21)	-0,017 (2,13) **
R²	0,024	0,011	0,012	0,010

Se muestra la estimación del modelo principal para cada sector de actividad principal según clasificación de la CNAE. Para controlar por el problema de multicolinealidad se realizó el test de inflación de la varianza y el mayor valor fue de 1,02, lejos del valor crítico de 5. *, ** y *** indican

¹² En el 2010 los resultados para el coeficiente del conservadurismo quedan muy cerca de la significatividad al 10% pero sin llegar a alcanzarla.

5. Conclusiones

El objetivo de este análisis es estudiar la relación existente entre crecimiento de la empresa, medido como número de empleados, con un fenómeno de interés creciente en la literatura sobre estructura de capital: el conservadurismo financiero. Este fenómeno de conservadurismo financiero se ha relacionado por diferentes autores con la existencia de restricciones financieras. Las empresas podrían decidir seguir una política conservadora con el fin de mantener una cierta flexibilidad financiera para no perder oportunidades de inversión futuras.

Para la medida de conservadurismo financiero de este artículo se ha utilizado, al igual que otros autores, la razón de deuda menos efectivo entre los activos totales. Como no hay consenso sobre cual es el ratio idóneo, se ha realizado un análisis de medias de otras medidas de conservadurismo para las submuestras conservadora y de control y se ha encontrado que son también conservadoras según esas medidas alternativas. El grupo de empresas conservadoras es relativamente estable a lo largo de los años y se sitúa en torno al 20% de la muestra total. La submuestra de empresas conservadoras genera más cash-flows o flujos de efectivo, invierte menos y tiene menos intangibles que la submuestra de empresas del grupo de control. Además el grupo de empresas conservadoras presenta cierta persistencia, ya que una parte importante de éstas siguen siendo conservadoras más allá del plazo de un año.

A través de una regresión de MCO en la que la variable dependiente es el crecimiento de la empresa medido como el cambio en el número de trabajadores y cuyas variables independientes son el tamaño, la edad y una dummy de conservadurismo, se ha podido encontrar una relación concordante a otros autores en lo que respecta a la relación entre crecimiento, edad y tamaño. Y así, para la variable tamaño (empleados) se ha encontrado una relación negativa entre crecimiento y tamaño de la empresa, lo que implica que las empresas más grandes suelen crecer a una menor tasa que las pequeñas. El coeficiente de la edad es negativo con respecto al crecimiento de la empresa, lo que también se encuentra en concordancia con otros estudios (Evans 1987a, Jovanovic 1982, Honjo y Harada 2006).

Para la variable de interés, la dummy de conservadurismo, se ha encontrado un signo positivo en cuanto a variación del empleo cuando ha pasado un año. Es decir, el hecho de que las empresas sean conservadoras les permite crear más empleo, o tener una variación menos negativa del empleo en un mediano plazo. Esta variación se traduce en +3 empleados si tomamos la media del número de empleados o +1,2 empleados si tomamos la mediana de la misma variable. La evidencia con respecto a un plazo de dos años vista, aunque positiva, no llega a ser significativa.

Se han realizado además análisis de robustez y se ha demostrado que los sectores en los que el conservadurismo ejerce una influencia más significativa son construcción y servicios. Con respecto a la consideración de la robustez temporal de los resultados se realizaron regresiones para cada año separadamente y se puso de manifiesto que el año en el que el conservadurismo tiene un

efecto positivo más beneficioso para la variación del empleo es en el 2009, lo cual parece indicar que cuando la crisis se prolonga, el efecto positivo del conservadurismo financiero se va diluyendo.

En cuanto a las limitaciones del artículo, el hecho de disponer de un número limitado de años hace que haya que tomar las implicaciones del artículo con una cierta cautela. Como futuras líneas de investigación sería muy conveniente, aparte de alargar el periodo temporal de la muestra, trasladar estos análisis a un ámbito más amplio y aportar evidencia también para otros países, con el objetivo de contrastar si esta aportación positiva se constata también en otras economías y si lo hace en mayor o menor medida.

La contribución de este artículo es clara, ya que aparte de la mejor comprensión de las dinámicas de actuación de las empresas conservadoras, proporciona una buena base sobre la que implementar políticas económicas, ya que si las autoridades están preocupadas por suavizar los efectos negativos de una recesión sobre el tejido empresarial y el empleo pueden incentivar de alguna manera estas políticas de conservadurismo financiero sobre todo en épocas de sobreendeudamiento y cuando se vislumbra el agotamiento del ciclo, porque las empresas que siguen este tipo de políticas crearán más empleo (o destruirán menos) en el contexto de una economía en crisis.

Referencias

- Barclay, M. J., C. W. Smith Jr., y R. L. Watts, 2001, "The Determinants of Corporate Leverage and Dividend Policies", *Journal of Applied Corporate Finance* 7 (4), 4-14.
- Becchetti, L. y Trovato, G., 2002. The determinants of growth for small and medium sized firms. The role of the availability of external finance. *Small Business Economics*, 19, 291–306.
- Bessler, W., W. Drobetz, R. Haller and I. Meier, 2013, The international zero-leverage phenomenon, *Journal of Corporate Finance* 23, 196-221.
- Bigelli, M., Martín-Ugedo, J.F. and Sánchez Vidal, J., 2014, "Financial Conservatism of Private Firms", *Journal of Business Research* 67, 2419-2427.
- Byoun, S. y Xu, Z., 2013, "Why Do Some Firms go Debt-Free?", *Asia-Pacific Journal of Financial Studies* 42, 1-38.
- Dang, V.A., 2013, "An empirical analysis of zero-leverage firms: evidence from the UK", *International Review of Financial Analysis* 30, 189-202.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, and T. Whited, 2011, "Capital Structure Dynamics and Transitory Debt", *Journal of Financial Economics*, 99, 235-261.
- Denis, D.J. and S.B. McKeon, 2012, "Debt Financing and Financial Flexibility: Evidence from Proactive Leverage Increases", *Review of Financial Studies* 25, 1897-1929.
- Devos, E., U. Dhillon, M. Jagannathan and S. Krishnamurty, 2012, "Why are firms unlevered?", *Journal of Corporate Finance*, 664–682
- Donaldson, G., 1961, "Corporate debt capacity: A study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity", *Division of Research, Harvard Graduate School of Business Administration*.
- Du Reitz, G., 1975, "New Firm Entry in Swedish Manufacturing Industries During the Post-War Period", *Doctoral Dissertation, Stockholm*.
- Evans, D. S., 1987a, "The Relationship between Firm Growth, Size and Age: Estimates for 100 Manufacturing Industries", *Journal of Industrial Economics* 35, 567–581.

- Evans, D. S., 1987b, "Tests of Alternative Theories of Firm Growth", *Journal of Political Economy* 95, 657–674.
- Fama, E. F. y French, K. R., 2002, "Testing tradeoff and pecking order predictions about dividends and debt", *The Review of Financial Studies* 15, 1-33.
- Frank, M. Z. y Goyal, V. K., 2003, "Testing the pecking order theory of capital structure", *Journal of Financial Economics* 67, 217-248.
- Graham, J. R., 2000, "How big are the tax benefits of debt?" *Journal of Finance* 55, 1901-1941.
- Graham, J. R. y Harvey C.R., 2001, "The theory and practice of corporate finance: evidence from the field", *Journal of Financial economics* 60, 187-243.
- Hall, B. H., 1987, "The Relationship between Firm Size and Firm Growth in U.S. Manufacturing Sector", *Journal of Industrial Economics* 35, 583–606.
- Heshmati, A., 2001, "On the Growth of Micro and Small Firms: Evidence from Sweden", *Small Business Economics*, 17, 213-228.
- Holmes, S. y P. Kent, 1991, "An empirical analysis of the financial structure of small and large Australian manufacturing enterprises", *The Journal of Small Business Finance*, 1, 141-154.
- Honjo, Y. y Harada, N., 2006, "SME Policy, Financial Structure and Firm Growth: Evidence From Japan", *Small Business Economics* 27: 289–300.
- Iona, A., Leonida, L. y Ozkan, A., 2008, "The impact of ownership characteristics on persistent high-cash and low-leverage policies: Evidence from UK firms", disponible en <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.192.7406&rep=rep1&type=pdf>
- Jensen, M., 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *American Economic Review* 76, 323–329.
- Jovanovic, B., 1982, "Selection and the Evolution of Industry", *Econometrica* 50(3), 649– 670.
- Korteweg, A., 2010, "The net benefits to leverage", *Journal of Finance* 65, 2137-2170
- Marchica, M.T. y Mura, R., 2010, "Financial Flexibility, Investment Ability, and Firm Value: Evidence from Firms with Spare Debt Capacity", *Financial Management* 39, 1339-1365.

- Mansfield, E., 1962, "Entry, Gibrat's Law, Innovation, and the Growth of Firms", *American Economic Review* 52, 1023–1051.
- Mata, J., 1994, "Firm Growth During Infancy", *Small Business Economics* 6, 27–39.
- Minton, B.A. y Wruck, K.H., 2001, "Financial Conservatism: Evidence on Capital Structure from Low Leverage Firms", *AFA 2002 Atlanta; Dice Ctr. Working Paper No. 2001-6*, disponible en http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=269608.
- Modigliani, F. y M. Miller, 1963, "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction", *American Economic Review* 53, 433-443.
- Mueller, E., 2008. Benefits of control, capital structure and company growth, *Applied Economics*, 40, 2721-2734.
- Myers, S., 1984, "The capital structure puzzle", *Journal of Finance* 39, 799-819.
- Opler, Tim, Lee P., René S., y Rohan W., 1999, "The determinants and implications of corporate cash holdings", *Journal of Financial Economics* 52, 3–46.
- Rajan, R. G. y Zingales, L., 1995, "What do we know about capital structure? Some Evidence from International Data", *Journal of Finance* 50, 1421-1460.
- Rogers, M., Helmers, C. y Koch, C., 2010, "Firm growth and firm size", *Applied Economics Letters*, 17.
- Sánchez-Vidal, J. y Martín-Ugedo, J.F., 2006, "Determinantes del conservadurismo financiero de las empresas españolas", *Revista de Economía Financiera*, 9, 47-66.
- Shyam-Sunder, L. y Myers, S. C., 1999, "Testing static trade-off against pecking order models of capital structure", *Journal of Financial Economics* 51, 219-244.
- Singh, A. y G. Whittington, 1975, "The Size Distribution of Business Firms", *American Economic Review* 48, 607–617.
- Strebulaev, I.A. y Yang, B., 2013 "The mystery of zero leverage firms", *Journal of Financial Economics* 109, 1-23.

ANEXO 1. Estadísticos descriptivos de la variable Variación del número de empleados.

	Media	Mediana	Desv.	Máximo	Mínimo
Variac. del número de empleados	0,072	0,000	2,447	-0,997	273

ANEXO 2. Regresión del modelo de Jovanovic del modelo 2 año a año.

	2009		2010	
	Coeficiente (estadístico t)		Coeficiente (estadístico t)	
Empleados	-0,026 (-10,40)	***	-0,017 (-6,58)	***
Edad de la empresa	-0,005 (-1,08)		-0,009 (-1,59)	
Dummy de conservadurismo t-1	0,024 (3,19)	***	0,012 (1,57)	
R2	0,0134		0,0054	

Regresión por MCO, con la variable crecimiento como variable dependiente y las variables empleados, edad y dummy de conservadurismo como variables independientes. Resultados para el año 2009 y 2010 para poder contrastar la estabilidad temporal del comportamiento del