

LA EMPRESA EN CANARIAS

Sección coordinada por

INMACULADA AGUIAR DIAZ

Doctora en Ciencias Económicas y Empresariales
Profesora Titular de Economía Financiera y Contabilidad
Universidad de Las Palmas de Gran Canaria

Como es sabido, la principal fuente de financiación de las empresas y en especial de las pequeñas y medianas empresas, es la proporcionada por las entidades financieras. De ahí que sea habitual encontrar elevados ratios de deuda bancaria o deuda financiera en relación con las inversiones de las empresas. No obstante, en el período de crisis financiera, la existencia de restricciones crediticias por parte de la banca ha reducido sensiblemente el uso de esta alternativa de financiación. En este contexto, el trabajo que se presenta trata de analizar un tópico escasamente estudiado en la literatura, cual es el denominado “conservadurismo financiero”. Esto es, la existencia de pequeñas y medianas empresas que de forma sistemática recurren escasamente a la deuda financiera como forma de financiación.

Desde la perspectiva teórica, el estudio del conservadurismo financiero se enmarca en las teorías sobre la estructura de capital, las cuales comienzan con los planteamientos de Modigliani y Miller hace ya más de 50 años. Sobre esta base, numerosos estudios han tratado de acercar los planteamientos teóricos a la realidad financiera de las empresas, surgiendo distintos enfoques teóricos entre los que destacan la teoría del *Trade-Off*, la teoría de la agencia, la información asimétrica y la teoría del *PeckingOrder*. A pesar de ello, la decisión relativa a como se financian las empresas sigue siendo un tema abierto. De ahí que continúan realizándose estudios en diferentes contextos y bajo distintas perspectivas.

En el presente estudio, los autores analizan la existencia de

conservadurismo financiero en las empresas canarias en el período 2008-2012, el cual se caracteriza por estar inmerso en la crisis financiera. Concluyen que si bien existe un cierto porcentaje de empresas a las que se

puede calificar de conservadoras, es posible que ello se deba más a la existencia de restricciones crediticias que a una decisión de la empresa de reducir el uso de la deuda financiera.

¿EXISTE CONSERVADURISMO FINANCIERO EN LAS EMPRESAS CANARIAS?

INMACULADA AGUIAR DIAZ

Doctora en Ciencias Económicas y Empresariales
Profesora Titular de Economía Financiera y Contabilidad
Universidad de Las Palmas de Gran Canaria

JONAY RIVEROL DOMINGUEZ

Grado en Administración y Dirección de Empresas
Master en Banca y Finanzas
Universidad de Las Palmas de Gran Canaria

SUMARIO

- I. Introducción.
- II. El conservadurismo financiero. Aspectos teóricos.
 - A) Concepto de conservadurismo financiero
 - B) Conservadurismo financiero. Enfoques teóricos
 - C) Factores determinantes del conservadurismo financiero
- III. Conservadurismo financiero. Estudios empíricos previos.
 - A) Estudios precedentes. Aspectos metodológicos
 - B) Resultados de los estudios precedentes sobre conservadurismo financiero
- IV. Conservadurismo financiero en las empresas canarias.
 - A) Muestra
 - B) Descripción de la muestra
 - C) Empresas canarias conservadoras *versus* no conservadoras
- V. Determinantes del conservadurismo financiero de las empresas canarias
 - A) Variables
 - B) Diferencias entre empresas conservadoras y no conservadoras
- VI. Conclusiones.

Resumen del contenido:

El objetivo del presente trabajo se centra en determinar si las empresas canarias se caracterizan por un relativamente escaso recurso a la deuda financiera y en su caso cuales son los factores explicativos del mismo. Los resultados obtenidos para una muestra de 8.739 pequeñas y medianas empresas, sociedades anónimas y limitadas, con sede en Canarias, en el período 2008-2012 permiten concluir que en torno al 17% de las empresas puede calificarse inicialmente como conservadora ya que no recurren a la deuda financiera en al menos tres años consecutivos dentro del período analizado. No obstante, al analizar los posibles factores determinantes, se observa que ello se produce de forma diferenciada en las empresas más pequeñas. Ello sugiere que probablemente la explicación de la inexistencia de deuda financiera se debe más a las restricciones crediticias que dominan en el período analizado y que afectan en mayor medida a las empresas de menor dimensión. Por tanto, si bien en sentido amplio puede afirmarse que existe un cierto colectivo de empresas que pueden calificarse de conservadoras, ello no se debe a un comportamiento o actitud activa que explique el menor uso de la deuda.

I. INTRODUCCIÓN

El conservadurismo financiero es un concepto que ha surgido en los últimos años para identificar a aquellas empresas que presentan un nivel bajo o inexistente de deuda durante un periodo de tiempo determinado. El término "conservadurismo" indica en sí mismo una actitud o comportamiento. Sin embargo, es posible que el reducido uso de la deuda no sea debido a una decisión de la empresa motivada por sus preferencias hacia la autofinanciación, o que aun siendo estas sus preferencias, no tenga capacidad suficiente para financiar sus inversiones. Por otro lado, en época de crisis, el menor recurso a la deuda puede estar motivado por la existencia de restricciones crediticias, las cuales se potencian en el caso de las pequeñas y medianas empresas.

En este contexto, el presente estudio se plantea un doble objetivo. En primer lugar trata de responder a la pregunta planteada en el título: ¿existe conservadurismo en las empresas canarias?. Ello requiere determinar el porcentaje de empresas que utilizan un escaso o nulo nivel de deuda en un período de tiempo determinado. En segundo lugar, una vez delimitadas las empresas conservadoras, se trata de averiguar si ello se debe a una actitud activa por parte de las empresas, o es el resultado de una menor capacidad de endeudamiento, o quizás una combinación de ambos. Para ello, basándonos en los argumentos proporcionados por las diferentes teorías financieras, así como en los estudios empíricos previos, analizamos los factores que diferencian a las empresas

conservadoras de las no conservadoras, lo cual nos permitirá concluir si se trata de una actitud activa en cuyo caso podríamos hablar en sentido estricto de un comportamiento conservador.

Desde el punto de vista teórico, el trabajo se enmarca en la literatura sobre la decisión de estructura de capital. Desde el trabajo seminal de Modigliani y Miller (1958), numerosos estudios han abordado la decisión de estructura de capital de la empresa tratando de analizar si existe o no una estructura óptima de capital. En este sentido, la teoría del *Trade-off*, la teoría de la agencia, la teoría de la información asimétrica y la teoría del *Peckingorder* o del orden de preferencia, han sido utilizadas para tratar de explicar las estructuras financieras encontradas en el mundo real. No obstante, los resultados obtenidos no son concluyentes, mientras unos autores afirman que es mejor endeudarse, otros opinan lo contrario. Ello se debe a que la utilización de deuda conlleva ventajas e inconvenientes, por lo que no existe una solución óptima válida para todo tipo de empresas. De ahí que algunos autores han definido la estructura de capital como un "puzzle" en el que aún quedan piezas por encajar. La gran mayoría de los estudios se ha centrado en explicar la incidencia de determinadas variables sobre el nivel

de endeudamiento, si bien los trabajos que han abordado el conservadurismo financiero son escasos.

Los resultados obtenidos a partir de una muestra de 8.837 pymes canarias en el período 2008-2012 permiten concluir que un 17% de las empresas puede considerarse en principio como conservadoras, al no recurrir a la deuda financiera en al menos tres años del citado período. No obstante, al analizar los posibles factores que determinan la no utilización de deuda financiera por parte de estas empresas, se revela que ello se debe fundamentalmente al reducido tamaño, lo cual sugiere que ello se debe a la existencia de restricciones crediticias que afectan sobre todo a las empresas de menor dimensión y que caracterizan el período analizado inmerso en la crisis financiera. Por tanto, en sentido amplio, se puede afirmar que existe un cierto colectivo de empresas susceptible de ser calificadas como conservadoras. No obstante, ello no se debe a una decisión de utilizar menos deuda, por lo que en sentido estricto no se trataría de conservadurismo financiero.

El trabajo se desarrolla de la siguiente forma. Después de la introducción, en el segundo apartado se delimita el concepto de

conservadurismo y se abordan los planteamientos teóricos que justifican el conservadurismo financiero por parte de las empresas. En el tercerose expone la evidencia empírica previa. En los apartados cuarto y quinto se lleva a cabo el estudio empírico sobre el conservadurismo en las empresas canarias. Por último, se presentan las conclusiones.

II. EL CONSERVADURISMO FINANCIERO. ASPECTOS TEÓRICOS

A) Concepto de conservadurismo financiero

El término "conservadurismo financiero", conservadoras de deuda o conservadurismo, se ha utilizado en la literatura financiera para identificar un comportamiento de las empresas orientado a mantener un reducido nivel de deuda de forma continuada. En este sentido es un hecho constatado que un elevado número de empresas tienen, de una manera persistente, un nivel de endeudamiento excesivamente bajo (Graham, 2000; Minton y Wruck, 2001; Lemmon y Zender, 2002). A la hora de considerar a una empresa como conservadora se han utilizado

diferentes criterios, los cuales se pueden sintetizar en tres variables principales: el tipo de deuda a utilizar, el nivel de la misma y el periodo de tiempo¹.

En cuanto al tipo de deuda es necesario determinar un ratio que nos proporcione un valor con el que podamos definir si una empresa presenta alto o bajo endeudamiento. Para esta variable el dilema radica en el tipo de deuda a utilizar. Autores como Byoun, Moore y Xu (2008), Dang (2009), Devos, et al. (2012), Bessler et al. (2013) y Strebulaev y Yang (2013) miden el endeudamiento como resultado de dividir la deuda total entre el activo. Este tipo de variable no diferencia entre deuda comercial y deuda con coste, entendiéndose esta última como aquella deuda derivada de operaciones financieras. Por ello, otros autores consideran la deuda financiera, es decir, que el ratio de endeudamiento es definido como la deuda total con coste entre el activo de la empresa. Esta metodología es usada por Minton y Wruck (2001), Sánchez-Vidal y Martín-Ugedo (2006), así como por Hernández-Robles y Sánchez-Vidal (2012), si bien estos últimos

¹ Algunos autores (ej., Iona et al., 2008) consideran, además del nivel de deuda, la existencia de elevados niveles de liquidez.

consideran la deuda financiera neta resultante de restar la tesorería.

Una vez definida la variable endeudamiento debemos establecer qué valor de dicho ratio es considerado como condición suficiente para determinar que una empresa adopta un comportamiento conservador. Al indagar en la literatura financiera, hemos identificado dos patrones a la hora de establecer el nivel de endeudamiento mínimo. El primero de ellos considera un nivel de deuda nulo, es decir, que la empresa no mantenga ningún tipo de endeudamiento. Esta metodología es llevada a cabo en los estudios mencionados anteriormente de Byoun, Moore y Xu (2008), Dang (2009), Devos, et al. (2012), Bessler et al. (2013) y Strebulaev y Yang (2013). En segundo lugar, y como criterio más flexible, se ha considerado que una empresa es calificada como conservadora si su nivel de endeudamiento es reducido. Para ello, algunos autores han considerado un nivel de deuda inferior al 5% (Strebulaev y Yang, 2013), inferior al 20% (Minton y Wruck, 2001), o inferior al primer cuartil (Sánchez-Vidal y Martín-Ugedo, 2006; Hernández-Robles y Sánchez-Vidal, 2012). La existencia de dos posibles criterios para identificar una empresa como conservadora, más o menos restrictivos, puede ser una de las

razones que expliquen las discrepancias entre algunos estudios.

Tras haber determinado el ratio de endeudamiento y el nivel de deuda, es necesario indicar el periodo de tiempo que debe transcurrir, es decir, el número de períodos en el que se deben dar las condiciones anteriormente descritas para considerar a una empresa como conservadora. En estudios precedentes, las diferentes alternativas varían en mayor medida que con los anteriores criterios. Así, Byoun, Moore y Xu (2008), Dang (2009), Bessler et al. (2013) y Strebulaev y Yang (2013) presentan la alternativa más flexible, ya que considera a una empresa como conservadora desde que se cumpla el criterio del nivel de deuda en solo un año. Consideramos que por situaciones excepcionales una empresa que habitualmente presenta ratios de endeudamiento elevados, puede que en el siguiente ejercicio no contemple ningún tipo de deuda. Por lo tanto, no tendremos en cuenta esta alternativa al considerarla demasiado flexible y poco representativa del comportamiento conservador de una empresa.

Sánchez-Vidal y Martín-Ugedo (2006), son un poco más restrictivos a la hora de definir esta variable, ya que consideran que una empresa

actúade forma conservadora si, además de cumplir el criterio de nivel de deuda, repite dicho comportamiento en al menos dos años consecutivos. Este criterio creemos que es un poco más restrictivo que el anterior, ya que se descarta el factor excepcionalidad y nos da una visión más realista de la actitud de la empresa ante la deuda.

Por último, Minton y Wruck (2001) y Devoset al. (2012) utilizan el criterio más restrictivo en relación al periodo en el que la empresa debe mantener la condición de nivel de deuda, ya que consideran un periodo de cinco y tres años consecutivos, respectivamente. Con ello se descarta totalmente la excepcionalidad y obliga a una empresa a mantenerse con dicho nivel de deuda para ser considerada como conservadora. Al tratarse del criterio más rígido, creemos que es el más apropiado para nuestro estudio. Por tanto, consideraremos a una empresa como conservadora si presenta un nivel de deuda financiera nulo (o reducido) en al menos tres años consecutivos.

B) Conservadurismo financiero. Enfoques teóricos

Desde la perspectiva teórica, el conservadurismo financiero debe ser analizado en el seno de las teorías sobre la estructura de capital. En este

apartado trataremos de plantear los argumentos a favor y/o en contra de la existencia de conservadurismo financiero partiendo del estudio pionero de Modigliani y Miller (1958). Estos autores demuestran que en el caso de que los mercados financieros fuesen perfectos, la estructura de capital no afecta al valor de la empresa, de manera que sería irrelevante el nivel de endeudamiento adoptado en cada caso. No obstante, es necesario resaltar que la existencia de mercados de capitales perfectos no es un supuesto realista, ya que en dichos mercados están presentes una serie de "imperfecciones", como los impuestos, los costes de insolvencia financiera, los costes de agencia y las asimetrías de información. Cada una de estas imperfecciones ha sido tenida en cuenta a la hora de estudiar la estructura de capital y su influencia en el valor de la empresa. En el presente trabajo, de acuerdo con la literatura previa, nos basaremos en la teoría del *Trade-off*, la teoría de la agencia, la información asimétrica y la teoría del *PeckingOrder*.

El efecto de los impuestos y los costes de insolvencia. La teoría del Trade-off

La teoría del *Trade-off* sostiene la existencia de una combinación de deuda-recursos propios óptima que

maximiza el valor de la empresa y que hace que se equilibren los beneficios y los costes de la deuda, es decir, las ventajas fiscales de la deuda con los costes ex ante de insolvencia financiera. En la literatura previa se argumenta que la teoría del *Trade off* resume todos aquellos modelos o teorías que sostienen que existe una combinación de deuda-capital óptima, maximizadora del valor de la empresa, que se genera una vez que se equilibren los beneficios y los costes de la deuda.

El efecto de los impuestos en la estructura de capital es considerado por los propios Modigliani y Miller (1963) tras la revisión de sus estudios sobre los mercados de capitales perfectos en la que consideran los impuestos como un factor determinante en la decisión de endeudamiento empresarial. En su estudio afirman que la financiación empresarial vía deuda goza de una ventaja fiscal frente a la financiación con recursos generados internamente. Dicha ventaja surge de la consideración como un gasto fiscalmente deducible aquellos intereses de las deudas que tenga la empresa por parte del impuesto sobre beneficios de las sociedades. Por tanto, el valor de la empresa ya no será independiente de la estructura de capital, sino que a mayor endeudamiento, mayores serán las

ventajas fiscales y por consiguiente, mayor valor de la empresa. Según este enfoque, desde el punto de vista fiscal no existe justificación teórica para el conservadurismo financiero, ya que el escaso nivel de deuda reduciría el valor de la empresa.

No obstante, la literatura financiera ha considerado la existencia de otros mecanismos diferentes a la deuda que pueden generar ahorros fiscales a las empresas. Así, en función de la legislación fiscal vigente en cada momento, las empresas pueden acogerse a determinados incentivos tales como la realización de inversiones, las amortizaciones aceleradas, etc. Estos mecanismos han recibido el nombre de "escudos fiscales alternativos a la deuda" y son más conocidos por su sigla en inglés "NDTS" (*non debttaxshields*). Por ello, a pesar de que la teoría financiera inicialmente plantea que un mayor uso de la deuda puede tener ventajas fiscales, el uso de estos escudos fiscales alternativos a la deuda puede explicar un menor recurso a la deuda como forma de financiación. Desde esta perspectiva, podemos predecir que un mayor uso de los escudos fiscales alternativos a la deuda, menos deuda y por consiguiente más conservadurismo financiero.

El segundo de los componentes del citado *Trade-off* viene dado por la

existencia de costes de insolvencia, otra de las imperfecciones del mercado. Estos costes surgen a medida que aumenta la probabilidad de insolvencia como consecuencia de que la empresa no sea capaz de afrontar sus compromisos de pagos financieros, es decir, gastos financieros y devolución del principal de la deuda. Por lo tanto, a la hora de optar por financiación externa es necesario tener en cuenta este tipo de coste (insolvencia), tanto si llega a ser liquidada como si no.

En sentido estricto, la teoría del *Trade-off* predice un mayor uso de la deuda por la vía de las ventajas fiscales y un menor uso de la deuda por la existencia de costes de insolvencia. No obstante, la consideración de los escudos fiscales alternativos a la deuda, nos permite predecir que tanto desde el punto de vista fiscal como del riesgo de insolvencia, un menor uso de la deuda. Por tanto, las empresas que utilizan los citados escudos fiscales recurrirán en menor medida a la deuda como forma de financiación y además tendrán menores costes de insolvencia por lo que estos argumentos contribuyen a explicar un comportamiento conservador.

La teoría de la agencia

La teoría de la agencia considera la empresa como un conjunto de relaciones contractuales entre los aportantes de recursos, accionistas y acreedores, y los directivos. La posible existencia de conflictos de intereses entre ellos puede ocasionar problemas de los cuales se derivan los denominados costes de agencia. En particular se distinguen dos tipos de conflictos: conflicto entre acreedores y accionistas y entre accionistas/directivos y acreedores.

Los conflictos de agencia entre accionistas y directivos de la empresa pueden darse por varios motivos, siendo el más relevante el referido a la separación entre propiedad y gestión. Nos referimos a que los propietarios de la empresa contraten a otras personas como directivos con el fin de profesionalizar la compañía. Esto se produce sobre todo cuando existe una dispersión de la propiedad, ya que al reducirse la participación de cada accionista en la empresa, reducen los incentivos de los propietarios a controlar las decisiones directivas, beneficiándose tan solo de la parte proporcional a su participación. Como consecuencia, la falta de control derivada de la dispersión de la propiedad favorece a la adopción de comportamientos

oportunistas por parte de los directivos. Estos se guiarán por unos intereses propios como pueden ser el prestigio, promoción, remuneración e intereses que determinan la adopción de decisiones que generan un menor valor, pero que aseguran el crecimiento y la continuidad de la empresa. De esta forma, los directivos preferirán inversiones de menor riesgo aunque presenten un menor valor. Por tanto, la teoría de la agencia predice que una mayor concentración de propiedad reduce la deuda al no ser necesaria como mecanismo de control.

Además de la concentración de propiedad, la teoría de la agencia considera la identidad del principal accionista como un factor determinante de la estructura de capital, y en particular el carácter familiar. Según Sharma et al. (1997), Romano et al. (2000) y Monreal et al. (2002), se considera empresa familiar aquella en la que propiedad y control de la empresa en la misma familia e influencia de la familia en la toma de decisiones. La importancia de la empresa familiar ha sido puesta de manifiesto en numerosos estudios. Así, se ha observado que tanto en Europa como en Estados Unidos y América Latina las empresas familiares son el tipo de empresa más numeroso, llegando a representar

entre el 70 y 90 por ciento de las empresas de cada país.

Fama (1980) argumenta que las empresas familiares tienen menores costes de agencia, ya que la propiedad está concentrada en la unidad familiar, a diferencia de las no familiares donde los conflictos entre accionistas y directivos son mayores. Habberson et al. (2003) sostiene que gracias a la interacción de la unidad familiar la empresa y los miembros de la familia se crean sinergias que favorecen los resultados de las empresas familiares. Romano et al. (2000) argumentan que las empresas de carácter familiar son más adversas al riesgo cuando se tienen que enfrentar a la financiación ajena, de tal forma que suelen adoptar políticas de reparto de dividendos más restrictivas que derivan en una mayor retención de beneficios con el fin de ser más autosuficientes.

En cuanto al conflicto entre accionistas/directivos y acreedores, el problema radica en que el acceso de las empresas a la financiación ajena y sus condiciones, dependerán de la valoración que los distintos acreedores hagan de la empresa (Jensen y Meckling, 1976). En este sentido, la presencia de comportamientos oportunistas por parte de los propietarios o directivos puede conducir a un mayor coste de

la deuda. Estas decisiones oportunistas que originan los costes de agencia con los acreedores se derivan de la distribución de dividendos mayor a la prevista inicialmente, a la emisión de deuda de mayor o igual prioridad o al rechazo de inversiones rentables y realización de otras más arriesgadas.

En síntesis, las pymes se caracterizan por una elevada concentración de propiedad y por una gran implicación de los propietarios en la gestión de la empresa, así como por una elevada presencia de individuos y familias en el accionariado de las sociedades. De ahí que de acuerdo con la teoría de la agencia, las pymes no necesitan recurrir a la deuda como mecanismo de control. Además, la adopción de comportamientos oportunistas por parte de los directivos/accionistas, justificaría también un menor recurso al endeudamiento. Por tanto, en el caso de las pymes, los argumentos proporcionados por la teoría de la agencia apoyan el conservadurismo financiero.

La teoría de la Información asimétrica

La asimetría informativa se produce cuando las distintas partes implicadas en la empresa (acreedores, accionistas, directivos...) no disponen de la misma información. Por otro

lado, el uso de endeudamiento por parte de las empresas se puede considerar como una señal financiera. En este sentido, un aumento de la deuda proporciona una señal de que la empresa será capaz de generar unos flujos futuros que les permitirán llevar a cabo los compromisos de la financiación. Por lo tanto, el endeudamiento proporciona una señal financiera positiva, contribuyendo a reducir la asimetría informativa.

Myers y Majluf (1984) plantean un modelo basado en la existencia de asimetría informativa y en el que la dirección actúa defendiendo los intereses de los actuales accionistas para justificar la actuación de empresas con bajos niveles de endeudamiento. Por lo tanto, si estas empresas disponen de suficientes recursos llevarán a cabo todas las inversiones que presenten un valor neto positivo, mientras que solo solicitará fondos o recursos ajenos en caso de que se requieran nuevas aportaciones. Por tanto, consideramos el factor de restricciones financieras como el principal causante de este tipo de políticas, haciendo referencia a las dificultades de obtención de algún tipo de préstamo o, de la misma forma, al racionamiento del crédito por parte de los prestamistas de fondos. Estas restricciones financieras son impuestas por los acreedores cuando hay problemas potenciales de

selección adversa y de riesgo moral, y aparecen cuando hay un problema grave de información asimétrica entre accionistas y acreedores.

Como consecuencia de esta limitación por parte de la entidad prestamista, las empresas deberán acometer sus proyectos de inversión con recursos generados internamente provocando, como comentamos anteriormente, reducciones en sus niveles de endeudamiento. Además esa limitación a la obtención de fondos puede provocar un problema de infrainversión por parte de la empresa, renunciando a la puesta en marcha de inversiones rentables en un mercado donde la competitividad es cada vez mayor. Este problema de racionamiento de crédito se agudiza en el caso de las pymes debido a sus mayores asimetrías informativas. Por el contrario, las grandes empresas proporcionan una mayor y mejor información contable y financiera para los acreedores o inversores en general y un menor coste en su control (Fama, 1980). Por otro lado, es más probable que estas grandes empresas estén más diversificadas, reduciendo su riesgo y, en consecuencia, considerando el tamaño de las empresas como una proxy inversa de la probabilidad de entrar en una situación de bancarrota, motivo por el cual las restricciones a la hora de

conceder financiación serán mucho menores.

En relación con el tamaño, la literatura asocia otras dos variables: la diversificación de la actividad empresarial y el poder de negociación de las empresas. La primera variable hace referencia a que normalmente las empresas de mayor tamaño son las que pueden optar por estrategias de diversificación no relacionada, que implica una reducción del riesgo económico y, por tanto, un aumento del nivel de endeudamiento.

La teoría del PeckingOrder

La teoría del "Peckingorder" o de la jerarquía financiera fue propuesta inicialmente por Donaldson (1961). Esta teoría plantea que las empresas siguen una jerarquía de preferencias a la hora de financiar sus inversiones. Esto quiere decir que ante una necesidad financiera las empresas optarían por la financiación interna, mediante recursos como pueden ser las amortizaciones o los beneficios generados como resultado de la explotación y que son destinados a reservas con el fin de cubrir esas necesidades de acometer proyectos de inversión. En segundo lugar, si las empresas no son capaces de autofinanciarse con estos recursos optarían por la financiación externa, que consiste básicamente en la

obtención de préstamos por parte de las entidades de crédito y también, aunque en menor medida, recurriendo a obligaciones convertibles y a acciones.

La teoría de la jerarquía plantea los siguientes argumentos en cuanto a la consecución de financiación:

- Las empresas más rentables eligen en principio la financiación con recursos internamente generados, ya que son capaces de obtenerlos periódicamente.
- El nivel de endeudamiento se relaciona inversamente con los beneficios generados internamente, con el tamaño empresarial, con la edad de la empresa y con la tangibilidad de los activos. En definitiva, se relaciona en sentido contrario con todas aquellas variables que ayuden a reducir la información asimétrica entre las partes.

En relación con las oportunidades de inversión, la literatura previa argumenta que las futuras oportunidades de crecimiento que impliquen elevados desembolsos de fondos supondrán un impacto negativo en la deuda, de tal manera que sea un incentivo para las

empresas mantenerse con una estructura de capital compuesta por recursos internos que les permitan realizar esas grandes inversiones sin mermar la rentabilidad que se pretenda obtener. Estos autores opinan que si una empresa opta por esta estrategia de inversión basada en bajo o nulo endeudamiento será mucho más rentable frente a otra endeudada, además de que al no disponer de financiación externa ni tener que emitir valores de riesgo serán más propensas a tener más altas expectativas de inversión que las empresas endeudadas. Sólo unos pocos estudios analizan las políticas de bajo apalancamiento como parte de las decisiones de inversión y financiación de las empresas. En esta línea, Minton y Wruck (2001) argumentan que las empresas conservadoras aumentan el apalancamiento cuando se enfrentan a bajos recursos generados internamente y mayores inversiones. En síntesis, de acuerdo con la teoría del *PeckingOrder*, las empresas capaces de financiar sus inversiones con recursos generados internamente reducen su nivel de deuda.

En la tabla 1 se sintetizan las predicciones teóricas en relación con el conservadurismo financiero.

Tabla 1. El conservadurismo financiero. Predicciones teóricas		
Teoría	Argumentos	Efecto sobre el Conservadurismo financiero
<i>Trade-off</i>	La utilización de escudos fiscales alternativos a la deuda, y la probabilidad de insolvencia, reducen el uso de la deuda.	Positivo
Agencia	En el caso de las pymes, la elevada concentración de propiedad y la presencia de accionistas familiares, reducen el uso de la deuda	Positivo
Información asimétrica	La existencia de asimetrías informativas reduce la capacidad de endeudamiento y/o aumenta el coste de la deuda, por lo que a mayor asimetría informativa, menor deuda.	Positivo
<i>PeckingOrder.</i>	El uso de la deuda se sitúa en segundo lugar después de la financiación interna por lo que favorece el conservadurismo. No obstante, ello depende de la capacidad financiar las inversiones con recursos generados internamente.	Positivo
Fuente: Elaboración propia		

C) Factores determinantes del conservadurismo financiero

Como hemos comentado anteriormente, el conservadurismo financiero es un comportamiento basado en mantener unos niveles de deuda escasos o inexistentes durante varios periodos consecutivos. Sin embargo, este tipo de actitud ante la deuda, no siempre es una decisión que se tome a priori por parte de los directivos o los accionistas de la empresa, sino que puede ser el resultado de la interacción de varios factores que inciden en la estructura de capital. El objeto de este apartado es realizar un listado de los factores determinantes del conservadurismo financiero a partir de los argumentos

teóricos expuestos en el apartado anterior. No obstante, existen algunos factores externos a la empresa que pueden afectar a las decisiones de estructura de capital, tales como el entorno económico y financiero o el sector de actividad al que pertenece la empresa, por lo que haremos una breve referencia a los mismos.

El entorno económico-financiero ejerce una gran influencia en las alternativas de financiación, ya que establece los tipos de interés en una economía condicionando el coste de financiación ajena y la rentabilidad que exigen los accionistas y estrechamente ligado con la inflación de dicho país. Además, en épocas de recesión o crisis económica, muchas

empresas se encuentran con el obstáculo de las restricciones del acceso al crédito impuestas por los acreedores, lo cual determina que ante la imposibilidad de obtención de este tipo de financiación opten por utilizar recursos internos. Ello puede explicar un menor recurso a la deuda en épocas de crisis económica y por tanto una mayor presencia de conservadurismo financiero.

La delimitación del sector de actividad en el que opere la empresa es un factor determinante a la hora de optar por una de las alternativas de financiación. Así, aspectos como el tipo de activos necesario para desarrollar la actividad, el nivel de concentración empresarial, la presencia de regulación administrativa y de distintas desgravaciones fiscales, la aversión al riesgo o el nivel de riesgo económico del sector, pueden afectar al tipo de financiación. Los sectores menos endeudados suelen ser aquellos en crecimiento, con alta inversión en activos intangibles mientras que los más endeudados son los más maduros y los intensivos en capital. De igual forma, el ratio de endeudamiento que por término medio se observa en las empresas de un sector suele ser un referente para analizar el nivel de endeudamiento de las empresas.

A continuación se realiza una enumeración de los factores determinantes del conservadurismo financiero agrupados por la teoría financiera, con especial referencia a los argumentos aplicables a las pymes y al caso de Canarias (si procede). Además, se indica la predicción de cada uno con respecto al conservadurismo, con objeto de facilitar la interpretación de los resultados obtenidos en el trabajo empírico.

Factores relativos a la teoría del Trade-Off

Escudos fiscales alternativos a la deuda. Si bien las teorías fiscales (Modigliani y Miller, 1993) argumentan las ventajas utilizar endeudamiento, la existencia de otras alternativas que permiten reducir la carga fiscal de la empresa, tales como las amortizaciones o la realización de determinadas inversiones, puede explicar el menor uso de la deuda. Estas otras alternativas de han denominado escudos fiscales alternativos a la deuda.

En este sentido, Canarias goza de un Régimen Económico y Fiscal especial, y en particular de la Reserva para Inversiones en Canarias (RIC), la cual proporciona importantes ventajas fiscales a la retención de beneficios, contribuyendo a explicar el uso de la

autofinanciación y por tanto de comportamientos conservadores de deuda. La RIC entró en vigor en 1994 y constituye una medida de incentivo fiscal a la autofinanciación empresarial e inversión productiva, 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 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. Su objetivo se centra en estimular el esfuerzo inversor con cargo a recursos propios, es decir, la autofinanciación de las inversiones de las empresas que desarrollen su actividad en Canarias y, por lo tanto, fomentando a que las empresas adopten un comportamiento conservador ante la deuda. La existencia de los citados escudos fiscales, así como el mayor uso de los mismos por parte de las empresas, explica el menor uso de la deuda, desde la perspectiva de las teorías fiscales, y del *Trade-off*, por lo que se espera un mayor conservadurismo financiero.

El riesgo de insolvencia. La situación económico-financiera de la empresa es el principal factor que incide en la posibilidad de obtener uno u otro tipo de financiación. La explicación radica en que ante situaciones de insolvencia o de probabilidad de impago, los acreedores no facilitarán recursos a la empresa, por lo que esta se verá forzada a utilizar recursos propios o a renunciar a sus proyectos de inversión. De ahí que un mayor riesgo de insolvencia justifica el menor uso de la deuda y por tanto una mayor presencia de comportamientos conservadores de deuda.

Factores relativos a la teoría de la agencia

Concentración de propiedad. Desde la perspectiva de la teoría de la agencia, como se ha indicado en el apartado anterior, una mayor concentración de propiedad justifica un menor uso de la deuda. Por tanto, una mayor concentración de propiedad, aumenta el conservadurismo financiero. Es de destacar que en las pymes la propiedad de las empresas suele estar concentrada en un reducido número de accionistas.

Carácter familiar. La teoría de la agencia considera que las empresas familiares tienen como principal

objetivo mantener la propiedad en manos de la familia, así como transferir la empresa a las siguientes generaciones. Por ello, sus decisiones financieras suelen estar presididas por una actitud adversa al riesgo, lo que se concreta en un menor uso de la deuda. Por tanto, se predice que el carácter familiar explica el conservadurismo financiero.

Factores relativos a la teoría de la Información asimétrica

Tamaño. El tamaño es considerado en la literatura financiera como la principal proxy de información asimétrica. Cuanto más pequeña sea la empresa, mayores serán los obstáculos y restricciones con los que se encontrará en caso de querer recurrir a financiación externa. La segunda variable se refiere a que a mayor tamaño de la empresa mayor será su poder negociador con intermediarios financieros en la obtención de un crédito y mejores condiciones que en caso de pequeñas y medianas empresas y aun menor coste. Aybar et al. (2001) sostienen que, a la hora de estudiar la estructura de capital de las empresas, el activo total o la consideración de más de un criterio simultáneamente son las dos mejores opciones para definir la variable tamaño.

Activos intangibles. Las dificultades para valorar los activos intangibles por parte de los acreedores, unido a la incertidumbre acerca de su rentabilidad y el alto grado de especificidad de estos activos, representa un hándicap a la hora de captar financiación ajena. Por tanto, las empresas con un mayor nivel de activos intangibles presentan una mayor asimetría informativa, lo cual las hace candidatas a pertenecer al grupo de empresas conservadoras de deuda.

Factores relativos a la Teoría del Pecking Order

Cash-flow generado. Otra de los factores determinantes es el que se corresponde con la capacidad de generar fondos internos por parte de la empresa. Si la empresa, es capaz de generar periódicamente altos niveles de *cash flow* limitará la necesidad de recurrir a financiación externa, en consonancia con lo descrito en la teoría de jerarquía financiera, como hemos comentado anteriormente. Si los flujos de caja generados internamente son mayores, la empresa primero cancela la deuda o invierte en títulos de alta liquidez; de persistir el superávit, gradualmente podrá incrementar su tasa de reparto de dividendos. Si son menores, la empresa recurre en primer término al efectivo en tesorería

o vende sus títulos más líquidos (Myers, 1984).

Inversiones en inmovilizado.

Como hemos señalado, la preferencia de las empresas por la autofinanciación puede estar condicionada por la imposibilidad de financiar las inversiones con los recursos generados internamente. Ante expectativas de crecimiento la empresa obtendría ventajas ante el uso de financiación interna, ya que tendrá una disponibilidad de fondos que podrá invertir en actividades que le generen un valor neto positivo y que le supondrá un menor coste al de utilizar financiación externa. Por otro lado, algunos 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).

Por tanto, en principio, un mayor volumen de inversiones podría justificar un mayor o menor uso de la deuda dependiendo de la autofinanciación disponible. Por otro lado, la empresa puede renunciar a aquellos proyectos de inversión que excedan de su capacidad de autofinanciación, lo cual le lleva a desaprovechar oportunidades de inversión con un valor neto positivo, que les permita un mayor desarrollo y crecimiento. Según la teoría de jerarquía financiera o "*PeckingOrder*" las empresas solo harán uso de financiación externa cuando los recursos generados internamente no son suficientes para cubrir las necesidades de inversión.

En la tabla 2 se recogen las predicciones teóricas para cada uno de los factores analizados, agrupados en función del enfoque teórico.

Tabla 2. Factores determinantes del conservadurismo financiero. Predicciones teóricas		
Teoría	Factores	Efecto sobre el Conservadurismo financiero
<i>Trade-off</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Escudos fiscales alternativos • Riesgo de insolvencia 	<ul style="list-style-type: none"> • Positivo • Positivo
<i>Agencia</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Concentración de propiedad • Carácter familiar 	<ul style="list-style-type: none"> • Positivo • Positivo
<i>Información asimétrica</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Tamaño • Intangibles 	<ul style="list-style-type: none"> • Negativo • Positivo
<i>PeckingOrder.</i>	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Cash flow</i> generado • Excedente <i>Cash flow</i>-inversión 	<ul style="list-style-type: none"> • Positivo • Positivo
Fuente: Elaboración propia		

III. CONSERVADURISMO FINANCIERO. ESTUDIOS EMPÍRICOS PREVIOS

En este apartado se presenta una síntesis de los estudios precedentes que han abordado desde la perspectiva empírica el conservadurismo financiero, con objeto de ser considerados en la elección de la metodología aplicada en nuestro estudio, así como la discusión de resultados. Por ello, haremos especial referencia a la muestra utilizada, el tipo de análisis realizado así como los resultados obtenidos en cada uno de los trabajos.

A) Estudios precedentes. Aspectos metodológicos

En la tabla 3 se presenta, por orden cronológico, la relación de los estudios empíricos sobre conservadurismo que hemos revisado, así como los aspectos metodológicos. Es de señalar que todos los estudios tratan de explicar el conservadurismo a excepción del trabajo de Hernández-Robles y Sánchez-Vidal (2012), si bien el conservadurismo constituye el objeto del estudio por lo que hemos considerado oportuno incluirlo.

Como puede observarse, todos los estudios se realizan sobre muestras de empresas no financieras, si bien la mayoría se refieren a

empresas cotizadas. Sólo dos de los ocho estudios están referidos a empresas no cotizadas, y precisamente son los relativos a empresas españolas. Estos son los estudios de Sánchez-Vidal y Martín-Ugedo (2008) y Hernández-Robles y Sánchez-Vidal (2012), y utilizan la base de datos SABI. Los restantes estudios están basados en muestras de empresas cotizadas, por lo que fundamentalmente utilizan la base de datos Compustat y en algunos casos Worldscope, Datastream o CRSP (Center for research in security prices).

Por otro lado, la mitad de los estudios se refieren a empresas norteamericanas, uno a Reino Unido y solo uno de los trabajos (el de Bessler et al., 2013) considera una muestra integrada por empresas de 20 países. En cuanto al tamaño de la muestra, se observan grandes diferencias, desde 388 empresas en el estudio de Devos et al. (2012) hasta 150.810 en el caso de Byoun, Moore y Xu (2008). En los estudios sobre empresas españolas las muestras están compuestas por 4.865 y 9.520 empresas.

La definición de empresa conservadora utilizada difiere en los

estudios. Así, en la mitad de los trabajos revisados, los autores han considerado la deuda financiera (o deuda con coste), y en la otra mitad, la deuda total; en ambos casos relativizada por el activo total. El nivel de deuda es igual a cero en cuatro de los estudios, inferior al 20% en el de Minton y Wruck (2001) e inferior al primer cuartil en los estudios de empresas españolas. El período requerido para el cumplimiento del requisito del nivel de deuda oscila entre uno y cinco años, si bien el período de estudio difiere en los estudios.

En cuanto a la metodología utilizada, la mayoría de los trabajos utilizan diferencias de medias (o análisis descriptivo) y en algunos aplican además (o solamente), regresión logit².

La variable considerada como explicativa en los análisis es en todos los casos una variable dummie que adopta el valor uno si la empresa es considerada conservadora y cero en caso contrario. Por último, las variables financieras utilizadas para diferenciar las empresas conservadoras de las no conservadoras son una selección de

² El único caso en el que se aplican Mínimos cuadrados ordinarios (MCO) es en el que la variable a explicar es el crecimiento, siendo el conservadurismo una variable explicativa.

las variables extraídas de las distintas teorías financieras. Así, se contemplan variables relativas al tamaño, la edad, los impuestos (escudos fiscales, tipo impositivo, etc.), al riesgo de insolvencia (ej., Z-score), a los dividendos, al *Cash flow*, a los activos fijos o inversiones en inmovilizado, el nivel de intangibles, el resultado, las oportunidades de inversión (*Market-to-book*).

B) Resultados de los estudios precedentes sobre conservadurismo financiero

Una vez analizados los aspectos metodológicos, en este apartado se presenta una síntesis de los resultados obtenidos en los estudios empíricos previos que han analizado el conservadurismo financiero.

Minton y Wruck (2001) han observado que los determinantes de las políticas financieras conservadoras de deuda de las empresas conservadoras son explicados por la teoría de la jerarquía financiera. En su trabajo, han obtenido los siguientes resultados:

- Las empresas conservadoras siguen una jerarquía en su política financiera, teniendo un alto flujo de fondos e importantes flujos de efectivo que pueden financiar.
- El conservadurismo financiero es en gran medida una política transitoria, el 70% de las empresas de bajo apalancamiento abandonan su política financiera conservadora, casi el 50% lo hace dentro de los cinco años siguientes.
- 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.
- El conservadurismo financiero no es un fenómeno basado en el sector de actividad. Hay empresas, sin embargo, que operan con relativa frecuencia en los sectores sensibles a las dificultades financieras.
- Las empresas conservadoras no tienen bajas tasas de impuestos, ni alta deuda tributaria, ni severas asimetrías de información. Según *Minton y Wruck (2001)*, es una regularidad empírica persistente desconcertante el hecho de que muchas empresas adoptan políticas financieras conservadoras. Estas empresas "infra-endeudadas" tienen deudas sustancialmente menores que la predichas por las teorías dominantes de la estructura de capital (*Graham (2000)* y *Myers (1984)*). También sostienen que la

empresa recurrirá a financiación ajena sólo cuando los recursos generados internamente no son suficientes para llevar a cabo nuevos proyectos de inversión.

Sánchez-Vidal y Martín-Ugedo (2006). Este estudio encuentra evidencias de restricciones y política financiera acorde a un comportamiento conservador. Obtienen las siguientes conclusiones:

- Las variables relativas a asimetrías informativas son determinantes del conservadurismo financiero.
- A mayores *cash-flows* generados y menores inversiones en inmovilizado material e inmaterial, mayor probabilidad de que las empresas adopten un comportamiento conservador, en concordancia con la teoría de jerarquía de preferencias.
- Las asimetrías y algunas de las variables de la teoría de la jerarquía financiera parecen ser determinantes de que las empresas sean consideradas como conservadoras.

Tabla 3. Estudios empíricos previos sobre conservadurismo financiero

Estudio	Muestra	Datos	Conservadora	Método	Variable a explicar	Variables explicativas
Minton y Wruck (2001)	5.613 empresas no financieras y no cotizadas (1974-1998) USA	Compustat y CRSP	Variable: deuda financiera /AT Nivel: Inferior al 20% de deuda Periodo: cinco años consecutivos	Diferencia de medias	Dummie conservadora	<i>Market-to-book</i> , Variación del EBITDA, pago de dividendos, Z-Score modificada, resultado neto de la explotación, tasa marginal de impuestos antes de intereses, impuesto sobre beneficios y tipo impositivo
Sánchez-Vidal y Martín-Ugedo (2006)	4.865 empresas no financieras y no cotizadas (1993-2003) España	SABI	Variable: deuda con coste/AT Nivel: primer cuartil Periodo: dos años consecutivos	Diferencia de medias Regresión Logit	Dummie Conservadora	Coefficiente variación del EBITDA, escudos fiscales, ratio tangibles-intangibles, tamaño, oportunidades de crecimiento, <i>Cash flow</i> generado Inversiones en inmovilizado material, inversiones en inmovilizado inmaterial, inversiones en inmovilizado financiero y dividendos pagados
Byoun, Moore y Xu (2008)	150.810 empresas no financieras y cotizadas (1971-2006) USA	Compustat	Variable: Deuda total Nivel: Deuda =0 Periodo: un año	Regresión logit	Dummie deuda=0	Tamaño, efectivo, tangibles, intensidad del capital, <i>Cash flow</i> , dividendos pagados, <i>Market-to-book</i> e I+D
Dang (2009)	3.082 empresas no financieras y no cotizadas (1980-2007) Reino Unido	Worldscope y Datastream	Variable: Deuda total Nivel: 0 deuda Periodo: un año	Regresión logit	Dummie deuda=0	Variación EBITDA, Payout, <i>Cash flow</i> , tangibles, Z-score, escudos fiscales y presión fiscal

Tabla 3. Estudios empíricos previos sobre conservadurismo financiero (Continuación)						
Devos et al. (2012)	388 empresas no financieras cotizadas USA (1990-2008)	Compustat	Variable: deuda total Nivel: 0 Período: tres años consecutivos Muestra emparejada	Diferencia de medias y medianas Regresión Logit	Dummie deuda=0	Edad, ratio de efectivo, inversiones, Q de Tobin, tipo impositivo marginal, ratio activo fijos/ AT y estructura propiedad
Hernández-Robles y Sanchez-Vidal (2012)	9.520 empresas no financieras y no cotizadas (2007-2010) España	SABI	Variable: deuda financiera-tesorería/AT Nivel: primer cuartil Período: dos años consecutivos	Regresiones MCO	Crecimiento	Edad, tamaño y dummy de conservadurismo de deuda.
Bessler et al (2013)	31.820 empresas no financieras y Cotizadas 20 países (1988-2011)	Compustat	Variable: deuda total Nivel: 0 Período: un año	Diferencia de medias	Dummie deuda =0	Edad, tamaño, tangibles, market-to-book, dividendos, <i>Cash flow</i> , rentabilidad, payout, reservas, resultado neto...
Strebulaev y Yang (2013)	14.327 Empresas no financieras y cotizadas (1962-2009) USA	Compustat y CRSP	Variable: Deuda total/AT Nivel: 0 deuda y deuda inferior al 5%. Periodo: un año	Análisis descriptivo	Dummie deuda=0 y dummie deuda < 5%	Ingresos, pago de dividendos, edad, tangibles, Market-to-book, rentabilidad...
AT: Activo total Fuente: elaboración propia						

Byoun, Moore y Xu (2008). Estos autores demostraron que las restricciones de crédito y las valoraciones de los mercados de renta variable tienen repercusiones importantes en la estructura de capital de las empresas, y, por tanto, en sus decisiones de financiación. Una empresa puede utilizar la emisión de acciones después de haber establecido primero una buena reputación o bien después de descubrir que no está en condiciones de emitir deuda en condiciones atractivas. Han encontrado evidencia de ambas perspectivas. Por un lado, las empresas libres de deuda frente a las restricciones de crédito importantes. Por otro lado, las políticas de dividendos de las empresas libres de deuda parecen reflejar sus esfuerzos para retener el acceso a financiación externa propia.

Dang (2009) observó una conducta conservadora de deuda en un gran conjunto de empresas del Reino Unido. Concretamente, encuentra que un 28% de las empresas del Reino Unido tienen un apalancamiento nulo, o un apalancamiento ultra bajo (inferior al 1%). Dentro de este porcentaje se diferencia un patrón de empresas jóvenes, pequeñas y poco rentables, pero con un elevado ratio de *payout*.

Devos et al (2012) afirman que una mejor gobernanza puede aumentar potencialmente el apalancamiento y el valor de la empresa. Por otro lado, si las empresas se enfrentan a limitaciones que

umentan el coste de la deuda y la financiación no es atractiva, optarán por no endeudarse. Cuando surgen los grandes proyectos que son rentables a pesar de los mayores costes de financiación externa, es posible utilizar la deuda para llevar a cabo las inversiones en lugar de renunciar a dicha oportunidad. Sus resultados sugieren que las restricciones financieras tienen un papel importante en la explicación de por qué las empresas siguen optando por un comportamiento libre de deudas. Además, sugieren que las empresas recurren a la deuda cuando se reducen dichas restricciones y/o cuando tienen proyectos grandes y rentables que no pueden financiar internamente.

Bessler et al. (2013). Este estudio investiga por qué un número sorprendentemente grande de empresas mantienen una política de cero apalancamiento, un comportamiento que no puede ser explicado por las teorías estándar de la estructura de capital. Sus análisis ofrecen varias explicaciones para el fenómeno de deuda nula. En primer lugar, se han encontrado con que los países con un origen de derecho común, de alta protección de los acreedores, y una imputación de dividendos o el sistema de desgravación fiscal por dividendos, exhiben el más alto porcentaje de empresas con cero apalancamiento. En segundo lugar, hay un efecto de salida a bolsa, y por lo tanto una gran parte de la tendencia al alza en el porcentaje de

empresas con cero apalancamiento es generado por empresas que salieron a bolsa en los últimos años del periodo muestral. En tercer lugar, existe un efecto industria donde el conservadurismo de la deuda es más común. Otra contribución de su estudio es que la mayoría de las empresas de cero apalancamiento tienden a ser más pequeñas, más arriesgadas y menos rentables. Además, estas empresas acumulan las tenencias de efectivo más altos que el resto de empresas de la muestra.

Strebulaev y Yang (2013). Este trabajo presenta la evidencia desconcertante que un número sustancial de grandes empresas públicas no financieras estadounidenses mantienen una política de endeudamiento nulo o bajo. Ni la industria ni el explican este tipo de comportamiento. Particularmente sorprende la presencia de un gran número de empresas de cero apalancamiento que pagan dividendos. Estas empresas con endeudamiento nulo son más ventajosas, pagan impuestos más altos, y tienen mayores saldos de efectivo que sus parejas elegidas por sector y tamaño. Además, sus resultados sugieren que las características de la estructura de propiedad de las empresas son probables determinantes del reducido o nulo apalancamiento.

Hernández-Robles y Sánchez-Vidal (2012). Este trabajo no sigue la misma línea de los anteriores en los que se

consideraba el conservadurismo de deuda como la variable dependiente, si no que por el contrario, se trata de una variable independiente utilizada para medir el impacto sobre la creación de empleo. No obstante, si bien las conclusiones no tienen nada que ver con nuestro estudio, sí que hemos hecho uso de la forma que tienen estos autores de medir la variable conservadurismo.

IV. CONSERVADURISMO FINANCIERO EN LAS EMPRESAS CANARIAS

Una vez expuestos los planteamientos teóricos sobre la estructura de capital en la empresa y los estudios precedentes, en este apartado responderemos a la cuestión principal por la que se ha llevado a cabo el presente trabajo, la existencia o no de conservadurismo financiero en las empresas canarias. Para ello realizaremos una serie de estudios con los que pretendemos evidenciar si los factores determinantes del conservadurismo financiero expuestos en apartados anteriores influyen verdaderamente en la actitud adoptada ante la deuda.

A) Muestra

Para el estudio empírico hemos hecho uso de la base de datos SABI (Sistema de Análisis de Balances Ibéricos), que contiene información relativa a los estados financieros así como

la fecha de constitución y la propiedad de las empresas. En nuestro caso, limitamos la búsqueda a empresas activas domiciliadas en Canarias. Para la obtención de la muestra final se procedió, en primer lugar, a aquellas empresas, sociedades anónimas y limitadas, con cuentas disponibles para cada uno de los años del periodo 2008-2012. Por otro lado, dadas las diferencias de comportamiento observadas entre pequeñas y grandes empresas, los estudios sobre conservadurismo se refieren habitualmente a las pequeñas y medianas empresas. Por ello, hemos procedido a incluir una serie de filtros de acuerdo con los criterios establecidos en la normativa comunitaria³. Concretamente, se requiere que las empresas tengan menos de 250 empleados, un importe neto de la cifra de negocios inferior a 50 millones de euros y una cifra de activo máximo de 43 millones de euros; para todos los años del período analizado. Por último, hemos eliminado las empresas con recursos propios negativos. Después de aplicar todos los criterios hemos obtenido una muestra final de 8.837 empresas.

En cuanto a la información relativa a la propiedad de las empresas, es de señalar que solo se cuenta con información para aproximadamente la mitad de las empresas que integran la muestra. Por ello hemos optado por no considerar las variables relativas a la teoría de la agencia, concretamente la concentración de propiedad y el carácter familiar, ya que ello implicaría una importante reducción del número de empresas.

Para determinar la cobertura de la muestra hemos acudido al Directorio Central de Empresas (DIRCE). Como ya comentamos anteriormente, el estudio se lleva a cabo en empresas que residen en el archipiélago, ya que el objetivo del estudio consiste en responder a la cuestión de si existe conservadurismo financiero en empresas canarias. Por tanto, una vez extraídos los datos se presentan en la tabla 4.

³ Comisión Europea (2003)

Tabla 4. Cobertura de la muestra					
Canarias	2008	2009	2010	2011	2012
Personas físicas	81.641	78.697	76.635	73.925	72.404
Sociedades Anónimas y Limitadas (SA y SL)	53.508	52.278	50.768	49.927	50.080
Otras sociedades y asociaciones	8.317	8.403	8.547	8.632	8.826
Total Canarias	143.471	139.381	135.954	132.488	131.315
% Personas físicas	0,5690	0,5646	0,5637	0,5580	0,5514
% SA y SL	0,3730	0,3751	0,3734	0,3768	0,3814
% Otras sociedades y asociaciones	0,0580	0,0603	0,0629	0,0652	0,0672
Nº de empresas en la muestra (SA y SL)	8.837	8.837	8.837	8.837	8.837
% muestra/población SA y SL	20,25	20,72	21,34	21,70	21,63

Fuente: Elaboración propia a partir de INE, DIRCE

Como podemos observar, en Canarias existen alrededor de 130.000 empresas en el año 2012, predominando las pertenecientes a personas físicas o autónomos, de tal forma que representa más del 50% del total. No obstante, el número de empresas correspondiente a sociedades anónimas y de responsabilidad limitada corresponde un 38% del total, tratándose del tipo de sociedades consideradas en nuestro trabajo. El 6% restante pertenece a Otras sociedades y asociaciones, las cuales no se tendrán en cuenta. A pesar de utilizar tan solo los datos del ejercicio 2012, se aprecia en la tabla como apenas existen diferencias en comparación con los años anteriores. Por lo tanto, las conclusiones no diferirán independientemente del ejercicio que usemos entre el periodo 2008-2012. La cobertura de la muestra de 8.837 empresas compuesta por sociedades anónimas y de responsabilidad limitada es de aproximadamente del 21%. Dicha cobertura proporciona un porcentaje representativo de la realidad con el que

podamos extrapolar las conclusiones extraídas al conjunto de empresas en el territorio canario.

B) Descripción de la muestra

En este apartado nos centraremos en describir la muestra obtenida atendiendo a la provincia, tamaño y sector de las empresas. En primer lugar el porcentaje de empresas perteneciente a las dos provincias canarias es prácticamente equivalente, de tal forma que para la provincia de Santa Cruz de Tenerife el número total representa el 50,4% del total, mientras que para Las Palmas de Gran Canaria es del 49,6% restante. Con respecto al tamaño, hemos optado por el volumen de activo, en el que diferencia a las microempresas si su volumen es inferior a 2.000.000€, las pequeñas están comprendidas entre 2.000.000€ y 10.000.000€ y las medianas, cuyo valor de activos es inferior a 43.000.000€ y superior a 10.000.000€.

La distribución de la muestra por tamaños se presenta en la tabla 5. Como puede observarse, el tamaño predominante en la muestra es el de las microempresas con un peso relativo del 77% del total, seguido por las pequeñas empresas (18%) y finalmente las

medianas, si bien se trata del grupo con menor presencia (5%). Es necesario comentar que los resultados son obtenidos como un promedio del conjunto de los años referidos al periodo entre 2008-2012.

Microempresas	77%
Pequeñas	18%
Medianas	5%
Total	8.837
Fuente: Elaboración propia	

Por último, como se puede observar en la tabla 6, el sector con mayor presencia en la muestra es el comercio con un 33%. Seguidamente, con un 16% y un 12% los sectores de Actividades profesionales, financieras, seguros y Administraciones públicas y la construcción respectivamente. Por el contrario, los sectores que menos peso ejercen son los de información y

comunicaciones, actividades recreativas y de ocio y otros servicios con un 2% sobre el total. Sin embargo, si agrupamos dichos resultados en función de los tres sectores de actividad principales obtenemos que el sector primario, formado por la agricultura, ganadería energía y agua ejerce un 3% del peso total, el sector secundario formado por la industria y la construcción un 19%, mientras que el sector terciario compuesto por los demás sectores aglutina el 78% del total.

Tabla 6. Distribución sectorial de la muestra		
	Sector	Porcentaje
1	Agricultura, ganadería, energía y agua	3,06
2	Industria	7,04
3	Construcción	12,27
4	Comercio	33,01
5	Transporte y almacenamiento	5,40
6	Hostelería	6,69
7	Información y comunicaciones	2,10
8	Actividades inmobiliarias	6,28
9	Actividades profesionales, frías, seguros, advas, AAPP	15,90
10	Educación y sanidad	4,90
11	Actividades recreativas y de ocio	1,69
12	Otros servicios	1,67
Fuente: Elaboración propia		

C) Empresas canarias conservadoras *versus* no conservadoras

Como hemos señalado anteriormente, el objetivo del estudio se centra en dar respuesta a si existe conservadurismo financiero en las empresas canarias, definiendo a estas empresas conservadoras como aquellas que presenten un endeudamiento financiero nulo o bajo durante tres ejercicios consecutivos. Por motivos de espacio en el presente artículo se presentan solo los resultados relativos al endeudamiento nulo. La variable endeudamiento financiero ha sido definida como la suma de deuda a largo plazo más la deuda a corto plazo con coste dividido por el activo total de cada ejercicio. Esta

variable ha sido utilizada en estudios previos como los de Sánchez-Vidal y Martín-Ugedo (2006). Debido al total de años para los que se realiza el estudio, la combinación podrá ser tan solo la que abarque los periodos entre 2008-2010, 2009-2011 y 2010-2012. Al considerar más de un año se pretende detectar un comportamiento conservador en las empresas duradero, y que no se justifique por situaciones excepcionales. Por otro lado, establecemos un grupo de control con el que podremos comparar los resultados obtenidos que incumplan al menos una de las condiciones anteriores. A este grupo lo denominaremos "empresas no conservadoras". En la tabla 7 la agrupación de las empresas atendiendo al tamaño.

Tabla 7. Empresas conservadoras vs no conservadoras. Distribución por tamaños		
	Conservadoras	No conservadoras
Microempresas	87,03	73,13
Pequeñas	11,70	21,56
Medianas	1,27	5,31
Total	1.489	7.348
Datos referidos a 2012		
Fuente: Elaboración propia		

En cuanto a la distribución por tamaño obtenemos resultados similares a los de la muestra inicial, sobre todo para el grupo de no conservadoras, formado por un total de 7.348 empresas. Difieren un poco más los resultados obtenidos en el grupo de conservadoras en donde las microempresas tienen una presencia de 14 puntos porcentuales superior al grupo de no conservadoras y un 10% y 4% inferior en las pequeñas y medianas empresas. Por tanto, se observa que las empresas conservadoras de deuda aplicando este criterio son más pequeñas que la muestra de empresas no conservadoras.

En lo referido al sector de actividad, en la tabla 8 apreciamos como el sector primario sigue siendo del 3% para ambos grupos, el sector secundario

es ligeramente superior en el grupo de las no conservadoras con un 20% sobre el total frente a un 16% de las conservadoras, mientras que en el terciario, este último grupo aglutina el 81% frente al 77%. En ambos grupos, el sector 4 correspondiente al comercio es el predominante seguido del sector 9 (Actividades profesionales, financieras, seguros y administraciones públicas) y del sector 3 (construcción). En la mayoría de los sectores no se observan diferencias en cuanto al porcentaje de empresas conservadoras y no conservadoras. Destacan los sectores de Hostelería y de Actividades profesionales, financieras, seguros y AAPP, por ser los sectores en los que el porcentaje de empresas conservadoras supera al de no conservadoras en una proporción considerable.

		% Conserv.	% No conserv.
1	Agricultura, ganadería, energía y agua	3,49	2,97
2	Industria	6,25	7,20
3	Construcción	9,95	12,74
4	Comercio	32,26	33,16
5	Transporte y almacenamiento	4,97	5,48
6	Hostelería	7,26	6,57
7	Información y comunicaciones	2,62	1,99
8	Actividades inmobiliarias	4,64	6,62
9	Actividades profesionales, frías, seguros, advas, AAPP	19,56	15,15
10	Educación y sanidad	5,44	4,79
11	Actividades recreativas y de ocio	2,02	1,62
12	Otros servicios	1,55	1,69

Fuente: Elaboración propia

Por último, en la tabla 9 se presentan los niveles de deuda financiera sobre activo total, medios del período, de las empresas que integran la muestra. Como podemos observar, dicho ratio se sitúa en términos medios a lo largo del período en el 20%. Como se ha indicado, para considerar una empresa como conservadora se requiere que cumpla el requisito de nivel de deuda en al menos

tres de los cinco años. La media de este ratio es de 1,07%. Por otro lado, se observa que este ratio está por encima del 20% en las empresas no conservadoras, en ambos casos.

	Media	Mediana	D.T.
Total de empresas	20,00	14,73	19,15
Conservadoras	1,07	0,00	2,92
No conservadoras	23,87	19,56	18,81

Fuente: Elaboración propia

Como conclusión, podemos afirmar que sobre una muestra de 8.837 pymes canarias en el período 2008-2012, el porcentaje de empresas conservadoras de deuda se sitúa en el 17%. Las empresas conservadoras son en general más

pequeñas que las no conservadoras, por lo que podemos adelantar que, aún dentro del colectivo de pymes, el tamaño puede contribuir a explicar el comportamiento conservador de las empresas canarias. Por el contrario, el sector no parece constituir

una variable relevante para explicar el conservadurismo financiero.

Los resultados obtenidos en relación con el porcentaje de empresas calificadas como conservadoras se sitúan en la línea de estudios previos. Así, Devos et al. (2012) encuentran que el porcentaje de empresas sin deuda oscila entre el 8,4% en 1990 y el 18,6% en 2008. Así mismo, Bessler et al. (2013) también obtiene un porcentaje de empresas sin deuda del 17,58%. Así mismo, la evidencia de que el sector no afecta al conservadurismo ha sido encontrada también en los estudios de Minton y Wruck (2001) y Strebulaev y Yang (2013).

V. DETERMINANTES DEL CONSERVADURISMO FINANCIERO DE LAS EMPRESAS CANARIAS

En este apartado abordamos el análisis de las diferencias entre las empresas canarias conservadoras y no conservadoras de acuerdo con las diferentes teorías financieras comentadas en el primer capítulo: la teoría del *Trade-Off*, la teoría de la Información Asimétrica y la teoría del Orden de preferencia o *PeckingOrder*⁴.

A) Variables

De acuerdo con los estudios previos, y en particular siguiendo a Sánchez Vidal y Martín Ugedo (2008), así como la evidencia previa, hemos considerado las siguientes variables:

A. Variables relativas al Trade Off: escudos fiscales alternativos a la deuda y riesgo de insolvencia

Consideramos dos variables relacionadas con la teoría del *Trade off*. La primera de ellas es la referida a los escudos fiscales alternativos a la deuda. La posibilidad de reducir la carga impositiva puede venir por la vía de la deuda así como por otro tipo de decisiones como la realización de determinadas inversiones. Por ello, se espera que aquellas empresas que puedan utilizar otras vías diferentes a la deuda para ahorrar impuestos, utilicen menos deuda en su estructura de capital (De Angelo y Masulis, 1980). Por tanto, la existencia de escudos fiscales alternativos a la deuda contribuye a explicar el comportamiento conservador de las empresas. Siguiendo a Sánchez-Vidal y Martín-Ugedo (2006), los escudos fiscales alternativos a la deuda se han estimado de la siguiente forma⁵:

⁴ No consideramos las variables derivadas de la teoría de la agencia debido a la dificultad de contar con la información necesaria sobre la estructura de propiedad de las empresas.

⁵ Se ha considerado un tipo impositivo del 30%.

$$\text{Escudos fiscales alternativos} = \text{Result. explot.} - \text{Gastos financieros} - \frac{\text{Impuesto}}{\text{T. impositivo}}$$

El riesgo de insolvencia es aproximado por la Z-Score, la cual es un indicador de la probabilidad de insolvencia obtenido a partir de una combinación de ratios financieros. Este modelo fue propuesto inicialmente por Altman (1968),

para empresas cotizadas, si bien existen distintas versiones. La utilizada en el presente trabajo es la Z-score adaptada para empresas no cotizadas (Altman, 1993). Los diferentes ratios juntos con sus ponderaciones se recogen en la tabla 10.

Ratio	Definición	Ponderación
Rentabilidad económica (ROA)	RAIT/Activo total	3,107
Rotación de activo (ROT)	Ventas/Activo total	0,998
Capacidad de autofinanciación (CA)	Beneficios retenidos/Activo total	0,847
Liquidez (L)	Capital corriente/ Activo total	0,717
Autonomía financiera (AF)	Patrimonio neto/Deuda total	0,42

Fuente: Altman (1993)

La Z-Score se obtiene a partir de la siguiente expresión:

$$Z - \text{Score} = 3,107 * ROE + 0,998 * ROT + 0,847 * CA + 0,717 * L + 0,42 * AF$$

Como vemos, cada uno de estos ratios tendrá una relación positiva con esta variable, de tal manera que un mayor valor de cualquiera de los ratios equivale a un mayor Z-Score y, por tanto, a una

mejor solvencia. Concretamente, los valores propuestos por Altman (1993) para distinguir entre con riesgo de insolvencia y solventes se recogen en la tabla 11.

Elevada	$Z < 1,23$
Intermedia	$1,23 < Z < 2,90$
Escasa	$Z > 2,90$

Fuente: Altman (1993)

En consecuencia, se espera de esta variable una relación inversa, de tal forma que ante un menor valor de Z-Score,

mayor será la probabilidad de que la empresa no sea capaz de afrontar sus compromisos de pago futuros y, por tanto,

mayor probabilidad de ser considerada dentro del grupo de empresas conservadoras.

B. Variables relativas a la teoría de la Información Asimétrica: tamaño e intangibles

En el contexto de la teoría de información asimétrica se consideran tres variables explicativas del conservadurismo financiero. En primer lugar destacamos el tamaño, como un principal determinante de que la empresa adopte un comportamiento conservador. Las empresas de mayor tamaño son las que pueden optar por estrategias de diversificación no relacionada, que implica una reducción del riesgo económico y, por tanto, un aumento del nivel de endeudamiento. De igual forma, cuanto más pequeña sea la empresa, mayores serán los obstáculos y restricciones con los que se encontrará en caso de querer recurrir a financiación externa. Además, ante mayor tamaño mayor será su poder negociador con intermediarios financieros en la obtención de un crédito y mejores condiciones que en caso de pequeñas y medianas empresas y aun menor coste. Un

menor tamaño aumenta el problema de información asimétrica y, por lo tanto, mayor probabilidad de pertenecer al grupo de empresas conservadoras de deuda.

La segunda variable de este grupo es el ratio de intangibles. Este ratio viene dado por el cociente entre el activo intangible entre el activo total. La literatura considera el nivel relativo de intangibles como una proxy de información asimétrica, debido por un lado a la dificultad que entraña la valoración de los mismos, así como a la menor capacidad utilizar estos activos como garantía. Ello puede reducir la capacidad de endeudamiento de la empresa por lo que se espera una relación positiva con el conservadurismo financiero.

Variables relativas al PeckingOrder: Cash flow, e Inversiones en inmovilizado

El último bloque de variables está constituido por las relativas a la teoría de la jerarquía o *PeckingOrder*. La primera de ellas es el *cash flow* que la empresa es capaz de generar. La fórmula que hemos utilizado para su cálculo es la siguiente (Sánchez-Vidal y Martín-Ugedo, 2006):

$$\text{Cash Flow} = \text{Resultado neto}_{i,t} + \text{Impuesto}_{i,t} - \text{impuesto}_{i,t-1} + \text{Amortización}_{i,t}$$

Según la teoría de la jerarquía de preferencias esperamos un resultado positivo ya que a mayor generación de fondos, menor recurso a la deuda, aumentando la probabilidad de de

pertenecer al grupo de empresas conservadoras. La segunda variable considerada en el contexto de esta teoría tiene en cuenta las necesidades de financiación externa. Para ello hemos

denominado "excedente *Cash flow*-inversión" a la diferencia entre el *cash flow* y las inversiones en inmovilizado material e inmaterial en el mismo período. Valores positivos de esta variable representan excedentes de *cash flow* sobre las inversiones del período, mientras que valores negativos indican un

déficit financiero. En otros términos, un mayor valor de esta variable se asocia a un mayor conservadurismo financiero.

En la tabla 12 se presenta la descripción de las variables consideradas como determinantes del conservadurismo financiero.

Escudos fiscales	Resultado explotación – gastos financieros - (Impuesto/Tipo impositivo)
Riesgo de insolvencia	Z- Score (Altman, 1993), proxy inversa del riesgo de insolvencia
Tamaño	Logaritmo del activo total
Intangibles	Inmovilizado inmaterial/activo total
<i>Cash flow</i> generado	Resultado neto + Impuestos _t – Impuestos _{t-1} + Amortizaciones
Excedente <i>Cash flow</i> -Inversión	<i>Cash flow</i> generado - Inversión en inmovilizado material e inmaterial
Fuente: Elaboración propia	

Antes de proceder al análisis de las diferencias entre las empresas conservadoras y no conservadoras,

presentamos en la tabla 13 los descriptivos de las variables para el conjunto de la muestra.

	Media	Mediana	D.T.
Panel A. Variables Trade-off			
Escudos fiscales alternativos	2,65	2,51	0,07
Riesgo de insolvencia (Z-score)	5,25	2,41	27,75
Panel B. Variables Información Asimétrica			
Tamaño	6,66	6,61	1,47
Intangibles/AT	0,85	0,00	0,04
Panel C. Variables Pecking Order			
<i>Cash flow</i> /AT	-2,42	-1,67	0,09
Excedente <i>Cash flow</i> -Inversión	-1,51	-0,96	0,09
Descripción de variables en tabla 12			
***, ***, * significativo al 1% , al 5% y al 10%, respectivamente			
Fuente: Elaboración propia			

De la información contenida en la tabla 13 se deduce en primer lugar que los valores medios son similares a las medianas para todas las variables con excepción de la Z-score, por lo que consideramos que en general, los valores medios son representativos. Como puede observarse, las empresas que integran la muestra se caracterizan por una escasa utilización de escudos fiscales alternativos a la deuda, una mediana de Z-score inferior a 2,90, lo cual indica que al menos la mitad de las empresas se encuentra en las zonas calificadas con una probabilidad intermedia de insolvencia. En cuanto al tamaño, nos remitimos al análisis efectuado anteriormente, en el que se concluye la existencia de un predominio de microempresas. Por otro lado, se detecta que el nivel de intangibles sobre activo total es nulo en al menos la mitad de las empresas de la muestra.

Por último, es importante señalar que tanto en términos medios como de

mediana, el *cash flow* generado por las empresas es negativo, indicando una escasa o nula capacidad de autofinanciación. Además, se deduce que el excedente *cash flow*-inversión no solo es negativo sino que adopta valores superiores al *cash flow*, lo cual indica que en términos medios (y de medianas), las empresas han realizado desinversiones.

B) Diferencias entre empresas conservadoras y no conservadoras

Como puede observarse en la tabla 14, en el panel A nos referimos a la teoría del *Trade-off* o de la estructura financiera óptima, en el cual se consideran los escudos fiscales alternativos a la deuda y el riesgo de insolvencia. El panel B se centra en la teoría de Información Asimétrica, con el tamaño, e intangibles. Finalmente, en el panel C, siguiendo la teoría del *Pecking Order*, analizamos el *Cash flow* las Inversiones en inmovilizado material y financiero.

Tabla 14. Diferencias entre empresas conservadoras vs no conservadoras			
	Empresas conservadoras	Empresas no conservadoras	Diferencia de medias (t-test)
Panel A. Variables Trade-off			
Escudos fiscales alternativos	0,57	3,08	46,14***
Riesgo de insolvencia (Z-score) ^a	4,67	2,19	-9,70***
Panel B. Variables Información Asimétrica			
Tamaño	5,92	6,84	22,65***
Intangibles/AT	1,02	0,79	-1,88*
Panel C. Variables Pecking Order			
<i>Cash flow</i> /AT	-1,94	-2,67	-2,80**
Excedente <i>Cash flow</i> -Inversión	-1,37	-1,68	-1,18
Descripción de variables en tabla 12			
^a Dada la existencia de valores extremos, se ha considerado la mediana de esta variable			
*** ** * significativo al 1% , al 5% y al 10%, respectivamente			
Fuente: Elaboración propia			

El panel A, referido a la teoría del *Trade off* en la que se afirma que existe una combinación óptima deuda-recursos propios que maximiza el valor de la empresa y que hace que se equilibren los beneficios y los costos de la deuda, muestra los siguientes resultados:

- *Escudos fiscales alternativos a la deuda.* El resultado obtenido en las empresas conservadoras es muy inferior al de las consideradas como no conservadoras. El promedio de las empresas conservadoras es de 0,57 frente a los 3,08 del grupo de control. Estos resultados no concuerdan con los argumentos teóricos que justificarían un mayor conservadurismo desde la perspectiva fiscal.
- *Riesgo de insolvencia.* El riesgo de insolvencia medido por la Z-Score de Altman (1993) establece que un valor superior a 2,90 indica que las empresas no tienen problemas de solvencia. En este caso, como puede observarse en la tabla 14, el colectivo de empresas conservadoras presenta un valor superior a dicho nivel mientras que en las no conservadoras, el valor de la mediana⁶ se sitúa por debajo de 2,90. Las empresas conservadoras presentan un mayor nivel de solvencia, menor riesgo de

insolvencia, por lo que no se justifica un menor recurso a la deuda desde la perspectiva de los costes de insolvencia (*Trade-off*). Por tanto, concluimos que el riesgo de insolvencia no constituye un factor determinante del conservadurismo de las empresas canarias en el período analizado.

En segundo lugar, comentamos los resultados del panel B referido a la información asimétrica. Esta teoría defiende que las distintas partes implicadas en la empresa no disponen de la misma información, de tal manera que la información con la que cuentan los accionistas no será la misma que la de los acreedores. Cada uno de estos grupos actuará guiado a sus propios intereses incluso apostando por alternativas que no aporten el mayor valor para la empresa. A continuación, mostramos los resultados obtenidos para cada una de las variables.

- *Tamaño.* Esta variable establece que las empresas de menor tamaño presentan mayores inconvenientes a la hora de obtener financiación y, por lo tanto, tendrán mayor probabilidad de pertenecer al grupo de conservadoras. Como se puede observar en la tabla, el resultado de esta variable es inferior en este grupo de empresas, en concreto, un 5,92

⁶ Debido a la existencia de valores extremos, se ha considerado la mediana.

frente a un 6,84 respectivamente. Como para este ratio se predice una relación negativa, concluimos que el tamaño es un factor determinante del conservadurismo financiero, de acuerdo con los planteamientos teóricos.

- *Intangibles.* Las empresas conservadoras presentan un mayor valor en este ratio. Por tanto, se cumple la predicción teórica realizada en el contexto de la información asimétrica. No obstante, es de señalar que la diferencia es escasa y el nivel de significación estadística muy pequeño.

Finalmente, comentamos los resultados presentados en el panel C, referido a la teoría de Jerarquía de preferencias. Como hemos señalado, esta teoría establece que ante necesidades de financiación la empresa optará en primer lugar a financiarse con recursos generados internamente, en segundo lugar con deuda externa, y por último emitiendo deuda. Las variables que hemos utilizado como determinantes de esta teoría son:

- *Cash flow generado.* Al comparar la media obtenida en el grupo definido como conservador (-1,94) con la de no conservadoras (-2,67) obtenemos el resultado esperado, es decir una relación positiva. Esto quiere decir que el grupo definido como conservador genera más fondos que el considerado como no conservador.

No obstante, el hecho de que el valor medio de esta variable sea negativo en ambos colectivos indica que las empresas no cuentan con capacidad de generar recursos internamente, por lo que no podemos considerar esta variable como determinante del conservadurismo.

- *Excedente cash-flow-inversión.* En este caso, los resultados coinciden con los predichos. Se esperaba una relación positiva, ya que la diferencia entre los *Cash flow* generados y la inversión en inmovilizado indica la necesidades de fondos externos de la empresa. No obstante, debido a que en ambos colectivos esta variable adopta valores medios negativos, hemos de concluir que a pesar de la diferencia observada, no existe el necesario excedente que justifique el comportamiento conservador. Además, la diferencia de medias no es estadísticamente significativa. Por tanto, podemos concluir que esta variable no influye de forma determinante en el conservadurismo financiero de las empresas canarias.

A modo de síntesis, la variable escudos fiscales alternativos no explica el comportamiento conservador por presentar una relación contraria a la esperada. La variable de intangibles también se descarta por presentar escasa significación estadística y las variables representativas del *Peckingorder* por

presentar valores medios negativos. Por tanto, la principal característica que contribuye a explicar el comportamiento conservador es el menor tamaño de las empresas pertenecientes al grupo de conservadoras, lo cual ofrece apoyo a los argumentos relativos a la teoría de la información asimétrica. Por tanto, las empresas conservadoras se diferencian de forma significativa de las no conservadoras en los siguientes aspectos:

- Por utilizar en menor medida los escudos fiscales alternativos a la deuda, en contra de las predicciones teóricas.
- Por una mayor solvencia que las empresas no conservadoras, en contrade la teoría del *Trade-off*.
- Por un menor tamaño que las empresas no conservadoras, acorde con información asimétrica.

- Por un mayor nivel de *cash flow* generados, aunque negativo, en términos medios, por lo que no se considera acorde con la teoría del *Peckingorder*.

Ello nos permite afirmar que la teoría del *Peckingorder* no contribuye a explicar el comportamiento conservador de las pymes canarias en el período analizado, siendo el tamaño el principal factor que diferencia a las empresas conservadoras de las no conservadoras. Por tanto, son los argumentos procedentes de las teorías de la información asimétrica, con especial referencia al tamaño, los que explican el conservadurismo financiero de estas empresas. En la tabla 15 se presenta una síntesis de los resultados obtenidos.

Tabla 15. Determinantes del conservadurismo financiero en las empresas canarias. Resultados			
	Predicción	Resultado	Conclusión
Panel A. Variables <i>Trade-off</i>			
Escudos fiscales alternativos	Positivo	Negativo	No determinante
Riesgo de insolvencia (Z-score)	Negativo	Positivo	No determinante
Panel B. Variables Información Asimétrica			
Tamaño	Negativo	Negativo	Determinante
Intangibles/AT	Positivo	Positivo Significación reducida	No determinante
Panel C. Variables <i>Pecking Order</i>			
<i>Cash flow</i> /AT	Positivo	Valores negativos	No determinante
Necesidades de financiación	Positivo	Valores negativos	No determinante
Descripción de variables en tabla 12			
Fuente: Elaboración propia			

Los resultados obtenidos están en la línea de los encontrados por otros autores que consideran únicamente como relevante del conservadurismo la teoría de información asimétrica. Así, en el estudio de Byoun et al. (2008), sus autores afirman que las restricciones financieras son el principal motivo para no endeudarse. En la misma línea, Devos et al (2012) sostienen que es la variable tamaño la que tiene mayor peso a la hora de determinar la estructura de capital. Otros autores como Sánchez-Vidal y Martín-Ugedo (2006) han demostrado que tanto la teoría del *Peckingorder* como la teoría de información asimétrica justifican el comportamiento conservador de las empresas españolas. Por el contrario, nuestros resultados contradicen los obtenidos por otros autores que encuentran un poder explicativo exclusivamente en la teoría de la jerarquía, como es el caso de Minton y Wruck (2001).

VI. CONCLUSIONES

El objetivo de este estudio es doble. Por un lado, se trata de responder a la pregunta de si existe conservadurismo financiero en las empresas canarias. Por otro, se trata de determinar si en caso afirmativo, ello se explica por un comportamiento o ante la deuda o bien se debe a otras razones ajenas a las preferencias de las empresas.

La evidencia empírica obtenida a partir de una muestra de 8.837 pymes canarias en las que predominan las microempresas y sectores de comercio, actividades profesionales, financieras y de seguros y el de construcción. Considerando el criterio más estricto de deuda nula en un período de al menos tres años, se ha obtenido que el porcentaje de empresas conservadoras se sitúa en torno al 17%. Estos resultados están en la línea de estudios previos, como los de Devos et al. (2012) y Bessler et al. (2013).

La principal variable que explica el conservadurismo financiero de las empresas canarias en el período analizado es el tamaño. En este caso, los resultados ofrecen apoyo a los argumentos procedentes de la teoría de la información asimétrica. Además, los resultados están en la línea de los obtenidos en estudios precedentes tales como los de Byoun et al. (2008), Devos et al (2012) y en parte con los de Sánchez-Vidal y Martín-Ugedo (2006). Estos resultados sugieren que la existencia de conservadurismo financiero no se corresponde con una decisión de las empresas sino más bien a la existencia de restricciones crediticias impuestas por el mercado, las cuales han sido muy importantes en el período analizado al encontrarse en plena crisis financiera.

En este sentido, el presente trabajo contribuye a la literatura tanto en el ámbito teórico como empírico. Así, desde

la perspectiva teórica se pone de relieve la importancia de los argumentos relativos a la teoría de la información asimétrica. No obstante, interesa destacar que uno de los enfoques teóricos más aceptados en la literatura para explicar el conservadurismo financiero, como es el *PeckingOrder*, presenta escaso poder explicativo en el caso de las empresas canarias. En el plano empírico, los resultados permiten profundizar en el conocimiento del comportamiento financiero de las empresas canarias, más en un periodo de crisis caracterizado por las limitaciones en el acceso a la financiación bancaria. Por otro lado, desde el punto de vista práctico, es de destacar que, incluso en el caso de Canarias, donde existen otros incentivos

que generan ahorros fiscales alternativos a la deuda, como la RIC, la variable referida a escudos alternativos a la deuda no contribuye a explicar el comportamiento conservador de las empresas.

Por último, es de señalar que una de las limitaciones con que nos hemos encontrado en el desarrollo del trabajo ha sido la dificultad para contar con información relativa a la estructura de propiedad de las empresas, lo cual ha impedido considerar las variables relativas a la teoría de la agencia, en particular la concentración de la propiedad y el carácter familiar, tal como se plantea en el primer capítulo.

REFERENCIAS

- Altman, E. (1968). Financial ratios, discriminant analysis, and the prediction of corporate bankruptcy. *The journal of Finance*, 23 (4) <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/jofi.1968.23.issue-4/issuetoc>, 589–609.
- Altman, E. (1993). *Corporate Financial Distress and Bankruptcy*. John Wiley and Sons 2ª Edition. New York.
- Aybar Arias, C.; Casino Martínez, A. y J. López Gracia, J. (2001). La estructura financiera de las empresas innovadoras: ¿El tamaño y la edad importan?, XI Congreso de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas-AECA. Madrid.
- Bastos, J., Pindado, J. y Rodríguez, L. (2009). Determinants of Financial Conservatism: Evidence from Portuguese Firms. *Working paper*.
- Bessler, W.; Drobets, W.; Haller, R. y Meier, I. (2013). The international zero-leverage phenomenon, *Journal of Corporate Finance*, 23, 196-221
- Byoun, S.; Moore, W.T. y Xu, Z. (2008). Why Do Some Firms Become Debt-Free? *Disponibile en* http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=891346 Comisión Europea. Recomendación 2003/361/CE de la Comisión, de 6 de mayo de 2003, sobre la definición de microempresas, pequeñas y medianas empresas [Diario Oficial L 124 de 20.5.2003].

- De Angelo, H. y Masulis, R. W. (1980). Optimal capital structure under corporate and personal taxation, *Journal of Financial Economics*, 8, 3-29.
- Dang, V.A., 2009, "An empirical analysis of zero-leverage and ultra-low leverage firms: some U.K. evidence", *Manchester Business School Research Paper No. 584*, disponible en http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1520574.
- Devos, E.; Dhillon, U.; Jagannathan, M. y Krishnamurthy, S. (2012). Why are firms unlevered? *Journal of Corporate Finance*, 18, 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.
- Fama, E.F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 88, 288-307.
- Graham, J. R. (2000). How big are the tax benefits of debt? *The Journal of Finance*, 55, 1901 -1941.
- Habbershon, T.G.; Williams, M. y MacMillan, I.C. (2003). A unified systems perspective of family firm performance. *Journal of Business Venturing* 18, 451-465.
- Hernández-Robles, M. y Sánchez-Vidal, J. (2012). ¿Crean las empresas conservadoras de deuda más empleo durante el actual periodo de recesión económica? *Trabajo fin de Máster*. Universidad Politécnica de Cartagena.
- 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. C. y Meckling, W. C. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360.
- Lemmon, M.L y Zender J.F (2002). Debt Capacity and Tests of Capital Structure Theories. *Working paper*, September 10, AFA 2003 Washington, DC Meetings.
- Marchica, M.T. y Mura, R. (2010). Financial Flexibility, Investment Ability, and Firm Value: Evidence from Firms with Spare Debt Capacity, *Financial Management*.
- 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 Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and theory of investment, *American Economic Review*, 48, 261-443.
- Modigliani, F. y Miller. M. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, *American Economic Review*, 53, 433-443.
- Monreal, J., Calvo-flores, A., García, D., Meroño, A., Ortiz, P. y Sabater, R. (2002). *La empresa familiar: realidad económica y cultura empresarial*. Civitas, Madrid, España.
- Myers, S. (1984). The capital structure puzzle, *Journal of Finance*, 39, 799-819.

Myers, S. C. y Majluf, N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have, *Journal of Financial Economics*, 13 (2), 187-221.

Romano, C.A., Tanewski, G.A. y Smyrnios, K.X. (2000). Capital structure decision making: a model for family business, *Journal of Business Venturing*, 16, 285-310.

Sánchez-Vidal, J. y Martín-Ugedo, J.F. (2006). Determinantes del conservadurismo financiero de las empresas españolas, *Revista de Economía Financiera*, 9, 47-66.

Sharma, P., Chrisman, J. y Chua, J. (1997). Strategic management of the family business: past research and future challenges. *Family Business Review* 10(1), 1-35.

Strebulaev, I.A. y Yang, B. (2012). The mystery of zero leverage firms, *NBER Working Paper*, No. 17946.