



UNIVERSIDAD DE BURGOS
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

TRABAJO DE FIN DE GRADO

La influencia de la religión sobre la política de Cash Holding:
Una aplicación a las medianas empresas españolas

Autor: Martín Rastrilla Gutiérrez

Tutores: M. Elena Romero Merino y Marcos Santamaría Mariscal

Grado en Finanzas y Contabilidad

Curso Académico: 2023-2024

Burgos, mayo de 2024

ÍNDICE:

RESUMEN:	3
PALABRAS CLAVE:	3
ABSTRACT:	3
KEYWORDS:	3
1.- INTRODUCCIÓN	4
2- TEORÍAS Y FACTORES DETERMINANTES DE LA TESORERÍA DE LA EMPRESA.	6
2.1- Teorías de la tesorería de la empresa.	6
2.1.1 Teoría del trade-off.	7
2.1.2 Teoría del free cash flow.	7
2.1.3 Teoría del pecking order.	7
2.2- Factores determinantes de la tesorería de la empresa.	8
2.2.1- Factores internos.	8
2.2.2- Factores externos.	11
3- UNA PIEZA MÁS DEL PUZLE: LA RELIGIÓN COMO FACTOR CULTURAL QUE AFECTA A LOS NIVELES DE TESORERÍA DE LA EMPRESA.	12
3.1- Religión y toma de decisiones corporativas.	13
3.2- Religión y Cash holding.	14
4- MUESTRA	16
5- MODELO, VARIABLES Y METODOLOGÍA.	18
5.1- Modelos y variables.	18
5.2- Metodología.	19
6- ANÁLISIS DESCRIPTIVO	20
7- ANÁLISIS EXPLICATIVO	25
8- ANÁLISIS DE ROBUSTEZ	29
9- CONCLUSIONES	31
BIBLIOGRAFÍA	32

RESUMEN:

El objetivo de este trabajo es analizar la influencia de la religión en la toma de decisiones para la política del *cash holding* en las medianas empresas españolas. Atendiendo a la literatura previa, la religión influye tanto en las decisiones corporativas como también en las decisiones de tenencia de efectivo, existiendo resultados contrarios. Para este estudio se ha empleado una muestra de 3392 empresas. El análisis descriptivo muestra que el nivel medio de religiosidad católica en España es de 52,23%. El análisis explicativo revela una relación negativa y significativa entre el porcentaje de religiosidad y los niveles de tesorería. Es decir, a mayor religiosidad en una región el nivel de *cash holding* se reduce en las empresas. Finalmente, en línea con los estudios previos: el tamaño, el apalancamiento financiero y el *cash flow* influyen negativamente en el nivel de *cash holding*, mientras que la ROA y la liquidez influyen positivamente.

PALABRAS CLAVE:

Tesorería, religión, riesgo, decisiones y determinantes.

ABSTRACT:

This paper has studied the influence of religion in decision-making regarding cash holding policy on Spanish medium sized companies. Previous works point out that religion influences both corporate decisions and cash possession decisions, however results are contradictory. The sample consists of 3392 enterprises. The descriptive analysis reveals that the average level of Catholic religiousness in Spain is 52,23%. The explicative analysis shows a negative and significative influence between religiousness and liquid assets. Thus, the larger the religiousness in a region, the lesser cash holding in companies. Finally, in line with previous works, while size, leverage, and cash flow negatively affect the amount of cash holding, ROA and liquidity have a positive influence.

KEYWORDS:

Cash holding, religion, risk, decisions and determinants

1.- INTRODUCCIÓN

Es sabido que las normas sociales tienen una gran influencia en el comportamiento humano y que esto, se puede extrapolar al comportamiento de las empresas (Cialdini y Goldstein, 2004). En este sentido, se ha comprobado que la religión juega un papel crucial tanto en las normas sociales como también en las creencias y en los comportamientos de los individuos (Kennedy y Lawton, 1998). En esta línea, también se ha observado que las creencias religiosas y en este caso la cristiana, están asociadas con “buenas” actitudes económicas, que están relacionadas con la creación de valor (Guiso y otros, 2003). Estas actitudes son las que conducen a una mayor productividad y mayor crecimiento. Otros autores han contrastado que los individuos que están asociados a creencias religiosas son más honestos, presentan niveles más altos de ética y son menos propensos a tener comportamientos oportunistas, poco éticos o incluso ilegales (Kuhnenand y Niessen-Ruenzi, 2008).

En el aspecto de la aversión al riesgo, que es un factor determinante de la toma de riesgo, se han encontrado evidencias de que la localización de las empresas en regiones con distintas religiosidades es un factor determinante de este. Así, los protestantes se presentan como menos adversos al riesgo que los católicos (Hilary y Hui, 2009).

Dentro del conjunto de decisiones corporativas, este trabajo se ha centrado en estudiar las decisiones relativas a la tenencia de efectivo. Esto afecta tanto a los resultados, a la operativa de la empresa y a su relación con los *stakeholders*. En concreto, el objetivo de este trabajo es estudiar cómo influye el nivel de religiosidad católica de la región en la que se encuentra la empresa y la decisión de retención de tesorería.

Históricamente no se ha prestado especial atención al estudio del efecto de las creencias religiosas locales en la política de *cash holding* de las empresas, aunque en los últimos años esta tendencia ha empezado a cambiar. Estudios como el de Chen y otros (2020) demuestran que el confucianismo tiene un impacto negativo en el *cash holding* de las empresas, mientras que autores como Xiong y otros (2023) encontraron una relación positiva entre los niveles de creencia budista y del taoísmo con la tesorería de las empresas. Cabe destacar que no hay literatura previa que aborde en concreto el ámbito de estudio de este trabajo, esto es, la relación entre la religiosidad católica y la tenencia de efectivo de las medianas empresas españolas.

Los precedentes más similares a este trabajo son los de Hu y otros (2019) que estudiaron como afectan los valores protestantes al *cash holding* de las empresas estadounidenses. Estos autores encontraron que las empresas ubicadas en regiones con más religiosidad protestante en Estados Unidos presentaban mayores ratios de tesorería. También se constató que en general la creencia cristiana, ya fuera católica

o protestante, afectaba de manera positiva a la retención de tesorería. En contraposición a esto, Gilles y Kai (2009) contrastaron un efecto contrario ya que en su trabajo se observó que ante un mayor porcentaje de católicos las empresas de esas regiones retenían una menor tesorería. A priori después de estudiar la literatura previa, se han encontrado resultados que defienden tanto una relación negativa como también una positiva.

Recientemente, en un artículo del catedrático de la UNED Juan Emilio Iranzo analizó como han influido históricamente las diferentes religiones en los sistemas económicos y en las empresas¹. El autor defiende que las distintas religiones afectan de maneras diferentes a las empresas y a los sistemas económicos de las regiones en las que estas están presentes. En este sentido, el autor hace hincapié en que el catolicismo y el protestantismo por sus diferencias han creado sistemas económicos distintos y también generan prácticas económicas diferentes. Este artículo hacer ver que el tipo y el nivel de religiosidad afectan a las decisiones corporativas y en concreto, a la decisión de retención de tesorería. Siendo esto último el objeto de estudio del presente trabajo.

Además de estudiar el impacto que tiene la religión en el *cash holding* de las empresas, en este trabajo también se han estudiado los diferentes determinantes clásicos de la tesorería: las oportunidades de crecimiento, el tamaño, el riesgo, el apalancamiento financiero, el *cash flow* y la liquidez. Estos van de la mano con las principales teorías de tesorería, la teoría del *trade-off*, la teoría del *pecking order* y la teoría del *free cash flow*.

Todo esto va a ser contrastado mediante una muestra de 4652 medinas empresas españolas con datos del 2022, que tras aplicar correcciones y eliminar las empresas a las que les faltaban datos, concluyen en una muestra final de 3392 empresas. Los resultados obtenidos hacen indicar que existe una influencia negativa entre la religiosidad de la región y la tesorería de las empresas. Esto es, a mayor porcentaje de religiosidad católica en la región menor nivel de *cash holding* de las empresas.

La estructura de este trabajo es la siguiente: primeramente, se abordarán los determinantes y las teorías de la tesorería estudiando la literatura académica ya existente. Posteriormente, se estudiará la religión como factor cultural que afecta a la tesorería de las empresas. A continuación, se explicará en detalle la muestra seleccionada y se desarrollará el modelo y metodología del estudio. Posteriormente, se llevará acabo el análisis descriptivo y explicativo para conseguir los resultados finales. Finalizando, con el comentario de las conclusiones obtenidas.

¹ Iranzo, J.E. (2024, 29 de marzo). Religión y economía. *The Objective*. Disponible en: <https://theobjective.com/elsubjetivo/opinion/2024-03-29/religion-y-economia/>

2- TEORÍAS Y FACTORES DETERMINANTES DE LA TESORERÍA DE LA EMPRESA.

La tesorería de las empresas viene explicada por una serie de teorías, entre las que destacan tres que son las principales, la teoría del *trade-off*, la teoría del *free cash flow* o la teoría del *pecking order* entre las más reseñables.

También hay que destacar que existen una serie de determinantes los cuales son los factores que afectan a la tesorería de la empresa y que han sido identificados con el paso del tiempo, estos se clasifican generalmente en factores internos y externos. Los determinantes no son independientes de las distintas teorías, si no que se integran en las mismas siendo los motivos que provocan la contrastación de estas, y debiendo ser analizados juntamente con las propias teorías.

2.1- Teorías de la tesorería de la empresa.

Las teorías de la tesorería permiten explicar diversos factores, como el nivel óptimo, la composición óptima, los factores clave que influyen en esta, etc. Dentro de estas teorías han destacado principalmente la teoría del *trade-off*, la teoría del *free cash flow* y la teoría del *pecking order*. Estas son un factor clave a la hora de determinar el *cash holding* de las empresas es decir, su nivel de tesorería. Cabe destacar que no existe una teoría que sea predominante al resto, ya que según qué circunstancias y que entornos empresariales se ha demostrado la validez de una teoría u otra (Graham y Harvey, 2001).

Antes de analizar cada una de las teorías anteriores, tenemos que preguntarnos cuales son los motivos que justifican la retención de *cash*² por parte de las empresas. Cabe destacar que existen un gran número de razones detrás de esta decisión. Primero, es evidente que la posesión de efectivo por parte de la empresa hace que esta no tenga que ser financiada por entes externos, haciendo mínimo el coste de retener estas reservas de tesorería. Eso sí, no tenemos que obviar el existente coste de oportunidad, que surge al no realizar inversiones financieras que generan una elevada rentabilidad, siendo este coste lo que la empresa deja de obtener.

Otro aspecto que apoya la retención de tesorería es la posibilidad de minimizar o directamente eliminar los diferentes costes de transacción. Esto debido a que la empresa en su actividad cotidiana realiza una serie de pagos, que al poder ser gestionados con efectivo hacen que los costes anteriormente citados sean prácticamente inexistentes (Miller y Orr, 1966).

² Se utilizará indistintamente los términos: efectivo o "cash" palabra anglosajona que significa lo mismo para referirse a la tesorería.

2.1.1 Teoría del *trade-off*.

La teoría del *trade-off* sostiene que debe existir una estructura óptima de capital entre recursos propios y ajenos a la empresa; que haga que se compensen tanto los beneficios como los costes asociados de retener efectivo (Kraus y Litzenberger, 1973). Por tanto, una mayor o menor tesorería afecta directamente al conjunto de capitales propios y por ende, a la ratio deuda/patrimonio neto de la empresa. Según esta teoría, este equilibrio entre coste y beneficio de retener tesorería provocaría la obtención de un nivel óptimo de *cash* por parte de la empresa (Miller y Orr, 1966). Debido a que se igualan tanto los beneficios de tener una mayor tesorería (mayor liquidez, mayor control del riesgo, etc.), con los contras (el coste de oportunidad de ese *cash* infrutilizado, el comportamiento oportunista que puede surgir por parte de los directivos, etc.).

Por último, cabría destacar el hecho de que retener tesorería también supone un “seguro” ante la incertidumbre, ya sean gastos inesperados o pérdidas de algún tipo. Siendo un ejemplo de esto, la retención de *cash* para minimizar las probabilidades de sufrir problemas económicos o incluso quiebras.

2.1.2 Teoría del *free cash flow*.

La teoría del *free cash flow* sostiene que los directivos de las empresas prefieren mantener cierto nivel de tesorería para así tener algo de flexibilidad a la hora de tomar diversas decisiones de inversión (Jensen, 1986). Esto debido a que mantienen control sobre una mayor cantidad de recursos. Al retener más tesorería no se requiere la obtención de fondos ajenos para realizar los diferentes proyectos de inversión y por tanto, los directivos poseen más capacidad de decisión para las distintas alternativas de proyectos. Todo lo anterior viene explicado por una divergencia de intereses entre los diferentes *shareholders* y la dirección de las empresas. Por tanto, estos dos grupos pugnan para obtener un nivel óptimo de efectivo o de *cash* que les satisfaga.

Bajo esta perspectiva, los accionistas optan por una menor tesorería y favorecen a su vez la deuda, buscando así evitar potenciales problemas de agencia y consiguiendo así un mayor control de la empresa. Por otro lado, los directivos como se ha comentado con anterioridad, prefieren retener una mayor tesorería para obtener tanto un menor coste de financiación como un mayor *cash* para ser consumido por ellos mismos y también por la propia empresa. Provocando esto una mayor discrecionalidad en la asignación de recursos (Ferreira y Vilela, 2004). Todos estos argumentos son propios de la teoría de la agencia de la empresa (Jensen, 1986).

2.1.3 Teoría del *pecking order*.

Finalmente, la teoría del *pecking order* (Myers, 1984) sostiene que las empresas por lo general prefieren financiarse mediante recursos internos y son reacias a consumir su capacidad de endeudamiento. Esto

viene explicado por diversos factores como pueden ser los costes asociados a la financiación externa, los diferentes niveles de información sobre los medios de financiación y finalmente, destacar el caso de la asimetría informativa entre los diferentes *stakeholders*. Esta última es reseñable debido a que la propia dirección posee un mayor volumen de información respecto a los accionistas de la empresa y por ello, pueden optar por proyectos y medios de financiación que beneficien más a los propios dirigentes de la empresa y no tanto a los *shareholders*. Generando así un mayor coste financiero, y haciendo que las empresas opten primero por consumir su tesorería, si disponen de esta y si no lo hacen, tratarán de endeudarse para llevar a cabo sus proyectos. Quedando así la obtención de recursos mediante una ampliación de capital como último recurso para financiarse.

Tras analizar las anteriores teorías, se puede concluir que los motivos que incitan a las empresas a retener efectivo son tanto el bajo coste de financiación que permite evitar costes de transacción y realizar proyectos de inversión, como también por un motivo de seguridad. Este último, motivado por los ya comentados potenciales problemas de agencia, como también por los costes de oportunidad que pueden surgir por las inversiones financieras no realizadas, etc.

2.2- Factores determinantes de la tesorería de la empresa.

Tradicionalmente, los factores que afectan a la tesorería de la empresa se han dividido en la literatura académica en internos, relativos a los factores propios de la empresa y en externos, que son los factores del entorno que rodea a la empresa. Este estudio se centrará en los diferentes factores que influyen en la tesorería de las medianas empresas españolas. Estos factores han de ser estudiados en conjunto con las diferentes teorías que afectan a la determinación de la tesorería de las empresas, puesto que estas son contrastadas por los propios factores.

2.2.1- Factores internos.

En lo relativo a los factores internos estos son mucho más fáciles de estudiar, debido a que son intrínsecos a la propia empresa. Los principales factores internos son: las oportunidades de crecimiento, el tamaño, el riesgo, el apalancamiento financiero, el *cash flow* y finalmente su liquidez (García y Martínez, 2007).

a) Oportunidades de crecimiento.

La existencia de un mayor número de oportunidades de crecimiento es un factor que se relaciona positivamente con un mayor nivel de *cash holding*, debido a que las empresas tratan de no limitar sus potenciales beneficios procedentes de estos nuevos proyectos. Pese a que estos supongan un mayor coste financiero. Con lo anterior podríamos deducir que tanto la teoría del *trade-off*, como la teoría del *pecking order* sugieren que existe la ya comentada relación positiva. La primera debido a que al aumentar

las oportunidades de crecimiento el conjunto de la empresa crece, provocando en consonancia que su tesorería lo haga también. Y en cuanto a la segunda teoría, esta también sugiere que para disponer de estas oportunidades de crecimientos, se han de disponer de grandes cantidades de *cash*.

En cuanto a la teoría del *free cash flow*, hay diferentes opiniones entre los diferentes autores, mientras que Opler y otros (1999) defendían la existencia de una relación positiva entre las variables de tesorería y las oportunidades de crecimiento, aunque esto no implica la realización de todos estos proyectos, otros autores sostienen una relación negativa (Ferreira y Vilela, 2004). Estos últimos autores, argumentan que debido a la escasez de proyectos, los directivos optan por retener tesorería para llevar a cabo todas las oportunidades de crecimiento que puedan surgir, las cuales son escasas, con la esperanza de a raíz de estas, surjan más en el futuro.

b) Tamaño de las empresas.

Se ha observado que las empresas más grandes tienden a mantener un menor porcentaje de *cash holding* respecto a las más pequeñas. Debido principalmente a las economías de escala, que están asociadas con la operatividad de las compañías en su día a día. En este sentido, también se ha observado que la asimetría de información es otro factor determinante. Debido a que por lo general las empresas más pequeñas disponen de una menor cantidad de información y por ello han de poseer una mayor cantidad de tesorería para poder sobreponerse ante potenciales eventualidades. Siguiendo la teoría del *trade-off*, esta sugiere una relación negativa puesto que el ya citado punto óptimo de tesorería se ve reducido al aumentar el tamaño de las empresas (Opler y otros, 1999). Basándonos en la teoría del *free cash flow*, al aumentar el tamaño los accionistas pierden el poder de control sobre los directivos, haciendo que a estos últimos les interese retener más tesorería para consumirla según les convenga.

Finalmente la teoría del *pecking order* denota también una relación positiva, entre *cash* y el tamaño de la empresa, puesto que sostiene que al crecer la compañía sus beneficios aumentan en consonancia, haciendo que su tesorería crezca y surgiendo así una relación positiva entre las variables.

c) Riesgo.

En relación con lo anterior, también podemos destacar que las empresas que posean un mayor riesgo o una mayor probabilidad de dificultades financieras tienden a retener un mayor porcentaje de *cash holding*, para así tener una mayor capacidad de reacción ante potenciales eventualidades. Por tanto, una empresa que quiera reducir su riesgo tratará de aumentar sus niveles de tesorería (Han y Qiu, 2007). Si aplicamos las teorías de la tesorería, cabría esperar que exista para todas una relación positiva entre el riesgo y el nivel de tesorería.

d) Apalancamiento financiero.

Otro factor determinante es el apalancamiento financiero. En este sentido, se ha podido constatar que un mayor apalancamiento financiero conlleva una reducción en el *cash holding* de las empresas (Ozkan y Ozkan, 2004). Esto viene explicado por los costes derivados de la inversión en diferentes tipos de activos. La teoría del *pecking order* propone una relación negativa entre la tesorería y esta variable, puesto que la teoría sostiene una preferencia para la retención de tesorería, que es proporcional inversamente al nivel de endeudamiento.

e) Cash flow.

La capacidad de las empresas para generar *cash flow* es también un factor crucial a la hora de determinar la tesorería de las empresas. Esto es debido a que por lo general, las compañías prefieren financiarse mediante recursos generados internamente, para así no consumir su capacidad de endeudamiento. Por tanto, se puede deducir que las empresas con una mayor capacidad para generar *cash flow* tendrán mayores niveles de tesorería que aquellas empresas con menor capacidad. Esto se ve relacionado con la ya comentada teoría del *pecking order* planteada por Myers (1984).

f) Liquidez.

Finalmente, el último factor interno a destacar es la liquidez de la empresa. La posesión de activos líquidos que no son tesorería por parte de las empresas afecta también al nivel de la tesorería, puesto a que estos son fácilmente convertibles en efectivo. Por tanto, cabría esperar que una empresa con mayor cantidad de activos líquidos no monetarios conservará menos nivel de tesorería. Con el objetivo de no verse afectada por el coste de oportunidad que surge al retener este efectivo dentro de la empresa al no obtener rentabilidad por el mismo. Esto supone una clara referencia a la teoría del *trade-off*, ya que se equilibra la cantidad de circulante de la empresa, entre tesorería y el resto de los activos líquidos.

En la tabla 1 se presenta un resumen de las relaciones entre los diferentes factores internos y la tesorería de la empresa según las teorías de *trade-off*, *pecking order* y *free cash-flow*:

Tabla 1. Relaciones entre teorías de la tesorería y factores determinantes.

Factores	Teorías de la tesorería		
	Trade-off	Pecking order	Free cash flow
Oportunidades de crecimiento	positiva	positiva	positiva/negativa
Tamaño	negativa	positiva	positiva
Riesgo	positiva	positiva	positiva
Apalancamiento financiero	-	negativa	-
Cash Flow	-	positiva	-
Liquidez	positiva	-	-

Fuente: Elaboración propia.

2.2.2- Factores externos.

Los factores externos son los relativos al entorno de la empresa y hacen referencia principalmente a factores económicos, institucionales, legales y culturales entre otros. A continuación, se describen algunos de los estudios que abordan estas cuestiones.

a) Factores económicos.

Dentro de estos factores encontramos los tipos de interés; en este sentido García y Martínez (2007) constataron que ante una reducción en los tipos de interés las PYMES españolas tienden a retener un mayor porcentaje de tesorería. Con relación a esto, no se observaron relaciones entre el *cash holding* de las empresas y la variación del PIB nacional.

b) Factores Institucionales.

Entre los factores institucionales reseñables se encontraría la orientación política de la sociedad. Por lo general, sociedades que tradicionalmente presentan una preferencia política hacia ideas conservadoras o de derechas, tienden a ser menos adversas al riesgo (Choi y Deutsch, 2023). En el mundo empresarial esto provoca que las decisiones sean en consecuencia más conservadoras, y un efecto directo de esto sería la retención de una mayor cantidad de tesorería dentro del núcleo de la empresa. Para así hacer frente a potenciales riesgos o incertidumbres latentes.

c) La corrupción del país.

La corrupción de la nación juega también un papel crucial a la hora de determinar la tesorería de las empresas. En este sentido Bhanu y Kannadhasan (2019) concluyeron que en territorios con una alta corrupción la tesorería de las empresas también se ve aumentada, puesto que en estos entornos estas

compañías se pueden ver beneficiadas de este tránsito de efectivo. Principalmente, en forma de sobornos.

d) Factores legales.

La tradición legal del país cumple también un factor determinante a la hora de determinar el nivel de *cash holding* de la empresa. Aquí se puede hacer una distinción entre países con tradición legal anglosajona o *common law* y países con una tradición legal más en línea con los estándares continentales europeos también llamada *civil law*, como es el caso de España. En este sentido, Ranjan y Rajesh (2020) contrastaron que las empresas que operan en países con sistemas basados en el *civil law* tienden a mantener mayores niveles de tesorería frente a países con una tradición legal basada en un sistema de *common law*.

e) Factores culturales.

En lo relativo a los factores culturales en España, nos apoyaremos en el modelo de seis dimensiones proporcionado por el portal web *Hofstede* y que se basan en diferentes estudios, destacando el de Minkov y Kaasa (2022).

La primera dimensión es la distancia jerárquica, que hace referencia al nivel jerárquico del país o de la sociedad. La segunda dimensión es el individualismo, que hace referencia al grado interdependencia entre los miembros de la sociedad. La tercera dimensión es la motivación ante la obtención de éxitos. La cuarta dimensión es el control de la incertidumbre, que refleja el grado de riesgo que es tomado por el individuo. La siguiente dimensión es la orientación a largo plazo, esta hace referencia a como la sociedad lidia con los cambios pensados a futuro. Finalmente, la última dimensión es la indulgencia y que refleja el grado en el que los individuos tratan de controlar sus deseos e impulsos.

Estas dimensiones presentan diferentes impactos en el mundo empresarial, siendo la distancia jerárquica, el individualismo y la orientación a largo plazo factores que conllevan un efectivo positivo en la toma de riesgo de las compañías y provocando en consecuencia una mayor retención de tesorería. Por el contrario, el control de la incertidumbre presenta un efecto negativo, haciendo que se reduzca el riesgo en la toma de decisiones de las empresas y conllevando en este caso una reducción en la tesorería.

3- UNA PIEZA MÁS DEL PUZLE: LA RELIGIÓN COMO FACTOR CULTURAL QUE AFECTA A LOS NIVELES DE TESORERÍA DE LA EMPRESA.

Además de los estudios que utilizan el índice de Hofstede para explicar la relación de factores culturales con la tesorería, han empezado a surgir estudios que analizan el efecto de la religión sobre las decisiones

corporativas, y en concreto, la decisión sobre la tenencia de efectivo. A continuación, se describirán inicialmente el efecto de la religión sobre la toma de decisiones corporativas y posteriormente se analizan los escasos estudios que analizan el efecto de la religión de manera específica en el *cash holding*.

3.1- Religión y toma de decisiones corporativas.

Autores como Cialdini y Goldstein (2004) concluyeron que las creencias religiosas juegan un papel crucial en las normas sociales, y que estas afectan e influyen tanto en el comportamiento humano como en el comportamiento de las empresas. En este sentido, algunos trabajos han encontrado que las creencias religiosas, en este caso la cristiana, están asociadas con “buenas” actitudes económicas y proclives al crecimiento, que están relacionadas con la creación de valor (Guiso y otros, 2003). Estas actitudes económicas serían la responsabilidad financiera, el emprendimiento, la equidad...

Por otro lado, autores como Kuhnenand y Niessen-Ruenzi (2008) constataron que los individuos que están asociadas a creencias religiosas son honestos, tienen una mejor ética y además son menos propensos a llevar a cabo comportamientos ilegales o no éticos. Estos autores también demostraron que las empresas ubicadas en territorios con una mayor creencia religiosa son menos propensas a gestionar los beneficios de una forma agresiva, y que por ello, son más cautos en estas decisiones.

También cabe destacar que existen diferencias entre los diferentes tipos de cristianismo. De manera más específica Arruñada y Krapf (2018) observaron que los católicos alemanes tienden a considerar el fraude fiscal como más justificable, frente a los protestantes alemanes que son más reacios a esto. También se observó que los católicos son más protectores con las personas que forman sus entornos personales: amigos, familia, etc y menos propensos a contribuir en solucionar los problemas sociales. Estas diferencias llevan a que las sociedades católicas y protestantes tengan diferentes códigos morales según los diferentes autores. En este sentido, las sociedades protestantes están construidas en torno a normas más uniformes, mientras que las sociedades católicas son más cohesivas y en ellas existen una mayor predisposición a los prejuicios sociales.

En otros estudios, se ha encontrado que los cristianos protestantes son más propensos a poseer una mayor confianza en los demás, frente a los católicos (Guiso, y otros, 2003). Estos resultados constataron que la ética religiosa puede servir como mecanismo para mitigar los problemas de agencia entre la dirección y los diferentes *shareholders*. Esto es debido a que los directivos acaban estando menos orientados a sus intereses personales y poseen por tanto un pensamiento más en línea con el resto de *stakeholders*. Estos autores también observaron que entre los católicos existe casi el doble de apoyo a la propiedad privada que entre los protestantes. Por otro lado, también se contrastó que los protestantes tienden a tener un mayor grado de confianza en el prójimo, frente a los católicos que son más reacios a

esto. Estos resultados implican que los directivos con mayor autodisciplina probablemente sirvan como un mecanismo interno para mitigar los potenciales problemas de agencia que pudieran surgir entre dirección y accionistas. Esto es debido a que los directivos se ven menos interesados en su propio beneficio.

En contra de estos argumentos, Landes (1998) argumentó que no existen diferencias significativas entre católicos y protestantes. Aunque eso sí, se ha destacado que por norma general los creyentes católicos tienden a ser menos tolerantes frente a los protestantes. Este autor también afirmó que uno de los motivos por los que los países católicos tienen más problemas para el crecimiento económico es debido a esta intolerancia, difundida según el por la Inquisición.

Por otro lado, se han encontrado evidencias de que las empresas ubicadas en países con un mayor nivel de religiosidad, especialmente los protestantes, presentan un menor nivel de aversión al riesgo mientras que los países católicos tienen mayor aversión al riesgo (Hilary y Hui, 2009).

Existen autores que consideran que las creencias religiosas están asociadas o relacionadas con ciertas preferencias conservadoras en el aspecto ideológico. En este sentido Hutton y otros (2014) encontraron que los directivos con ideologías políticas conservadoras o de derechas, están por lo general asociados con creencias religiosas y que afecta también a la toma de decisiones ya que tienden también optar por decisiones financieras que siguen esta línea. Pudiendo así existir una relación directa entre religión e ideología política, afectando estas a la toma de decisiones en el seno de las empresas.

3.2- Religión y Cash holding.

Centrándonos ya en la decisión de tenencia de efectivo, que es una de las decisiones corporativas, varios autores han estudiado el posible impacto económico de las diferentes religiones en las empresas como Chen y otros (2020) que estudiaron el posible impacto del confucianismo en el *cash holding* de las empresas chinas. Estos autores concluyeron que las empresas con un entorno fuertemente confucionista tendían a retener menores niveles de tesorería, siendo este efecto menos intenso en las empresas estatales. En línea con ellos, Xiong y otros (2023) estudiaron la relación entre el budismo y el taoísmo en la tesorería las empresas chinas y encontraron que estas creencias por lo general están asociadas con una optimización positiva del *cash holding*. Queriendo esto decir, que consiguen un punto óptimo de tesorería que les permite hacer frente a su operativa diaria y además tener la suficiente cantidad para hacer frente a potenciales eventualidades. Otros estudios concluyeron que los gobiernos locales con un mayor grado de religiosidad, están gestionados de una forma más conservadora y por tanto, tienden a poseer un mayor *cash holding* (Yangyang y otros 2016). Esto se extrapola a las empresas locales, que se ven afectadas de la misma manera.

Por otro lado, Dittmar y Mahrt-Smith (2007) encontraron que los directivos de empresas localizadas en territorios católicos protestantes tienden a preferir mayores niveles de tesorería. Esto debido a que las creencias religiosas hacen que existan menos tensiones entre dirección y *shareholders*. Y por tanto, estos últimos no tienen tantas objeciones a que se retenga más tesorería en el núcleo de la empresa, puesto que suponen que los directivos obrarán con “buena fe”. Y entonces, no existirán los denominados problemas de agencia relativos a la teoría del *free cash flow*.

En otro trabajo, Hu y otros (2019) observaron que las empresas ubicadas en territorios principalmente católicos, las compañías tendían a conservar una mayor ratio de tesorería en comparación con otros puntos geográficos en los que los protestantes eran mayoría. Su explicación se basa en que, en los países católicos se mitigan los potenciales problemas de *free cash flow*. Estos autores también encontraron que el impacto de los diferentes valores de la religión cristiana protestante tenían más efecto en empresas que poseían un gobierno corporativo débil y localizadas solo en un punto geográfico. Esto tiene sentido puesto que en las medianas empresas, las cuales son el foco de estudio de este trabajo, se observan más fácilmente los impactos sociales y culturales; frente a grandes multinacionales o empresas que reciben influencia de diferentes entornos geográficos. Por otro lado, también se observa que estas empresas de países predominantemente protestantes tienden a retribuir en mayor cantidad a los diferentes accionistas y haciendo esto que sus reservas de *cash* se vean reducidas.

La aversión al riesgo, que parece ser influida también por la religiosidad, parece tener un efecto directo sobre la tenencia de efectivo. Así en otro trabajo, Gilles y Kai (2009) encontraron que las empresas estadounidenses ubicadas en territorios con mayor grado de religiosidad tienden a presentar una mayor aversión al riesgo, lo que implica directamente una mayor retención de tesorería. Este efecto se contrasta en territorios protestantes, que frente a los territorios católicos en los que se observó una retención menor de tesorería.

Con todo lo anterior, se puede argumentar que las políticas de las empresas orientadas hacia el *cash holding* se pueden ver afectadas por las creencias religiosas locales predominantes.

En este trabajo se abordará en concreto la religión católica puesto que es la más predominante en España. A modo de resumen, encontramos dos posibles relaciones entre la religión católica y la tesorería de las empresas. Por un lado en los trabajos de Hu y otros (2019) y de Dittmar y Mahrt-Smith (2007) sugieren que la relación entre *cash* y religión católica es positiva, esto implica que ante un mayor porcentaje de religiosidad en el territorio, la tesorería de las empresas se ve aumentada. En este sentido, Gilles y Kai (2009) contrastaron un efecto contrario, ya que en su trabajo se observó que ante un mayor porcentaje de católicos, las empresas de esas regiones retenían una menor tesorería. Y que estas presentaban un menor nivel de *cash* frente a empresas de territorios mayormente protestantes.

Atendiendo a todos estos trabajos, entendemos que si bien no está claro el signo de la relación que tiene la religión sobre el *cash holding*, ya sea positiva o negativa, si es cierto que se ha mostrado que esta relación si existe. Por tanto, el resultado esperado para este estudio es que exista una relación entre el nivel de religiosidad y la tesorería, independientemente del signo.

Cabe destacar que no existe una gran cantidad de trabajos que abordan la relación entre *cash holding* y religión, existiendo un pequeño número de estudios que se centran en la comparación entre religiones. Y sin existir ningún trabajo en concreto que aborde en particular la relación estudiada en este trabajo, la influencia de la religión católica y la tesorería de las empresas.

Tras estos argumentos se plantea la siguiente hipótesis:

H1: El *cash holding* de las medianas empresas españolas es influido por el nivel de religiosidad católica de la región a la que pertenecen.

4- MUESTRA

Este estudio se ha centrado en las sociedades españolas que cumplen los tres requisitos para ser consideradas empresas medianas según se recoge en el Anexo I del Reglamento (UE) nº 651/2014 de la Comisión Europea³. Los requisitos son relativos al número de trabajadores, el cual ha de estar comprendido entre 50 y 250 empleados, el volumen de negocios, que debe estar entre 10 y 50 millones de euros. Y finalmente el tamaño del activo, que ha de estar entre 10 y 43 millones de euros.

Se han recogido los datos de las empresas para el ejercicio 2022, que es el último disponible. Cabe destacar que en la actualidad existen unos criterios diferentes a los citados anteriormente, pero se ha considerado oportuno mantener los anteriores puesto que coinciden en el tiempo con el ejercicio económico del 2022. Siendo este el ejercicio al que pertenecen los datos de las empresas obtenidos.

Se ha tomado como muestra inicial el total de empresas españolas que cumplen los criterios ya citados, alcanzando la cifra de 4652 empresas agrupadas según su Comunidad o Ciudad Autónoma. Después, se ha procedido a calcular la media y la desviación típica para las distintas variables del estudio, para así detectar los datos atípicos. Posteriormente, se han eliminado manualmente estos datos atípicos usando como criterio la media más/menos cuatro veces la desviación típica. Finalmente, se han eliminado las empresas para las cuales faltaba algún dato de las distintas variables del estudio, quedando como resultado tras depurar la base de datos, una muestra final de 3392 empresas. Para este estudio se han

³ Reglamento (UE) Nº 651/2014 de la Comisión, de 17 de junio de 2014, por el que se declaran determinadas categorías de ayudas compatibles con el mercado interior en aplicación de los artículos 107 y 108 del Tratado. Disponible en: [BOE.es - DOUE-L-2014-81403 Reglamento \(UE\) nº 651/2014 de la Comisión, de 17 de junio de 2014, por el que se declaran determinadas categorías de ayudas compatibles con el mercado interior en aplicación de los artículos 107 y 108 del Tratado.](https://boe.es/DOUE-L-2014-81403)

5- MODELO, VARIABLES Y METODOLOGÍA

5.1- Modelos y variables

A continuación, se presenta la ecuación que define el modelo que se quiere contrastar.

$$\text{TESORERÍA} = \alpha_i + \beta_1 \text{TCAT} + \beta_2 \text{ROA} + \beta_3 \text{LNAT} + \beta_4 \text{RISK} \\ + \beta_5 \text{LEVER} + \beta_6 \text{CF} + \beta_7 \text{LIQ} + \text{DicotómicaREGIÓN} + \varepsilon_i$$

En la cual, ε_i es el residuo de la regresión.

En esta ecuación se ha medido la variable dependiente que se quiere explicar (TESORERÍA) utilizando para su cálculo la variable CASH. Sumado a esto, como variable independiente explicativa se usará la variable (TCAT) que mide el porcentaje total de católicos para cada región, que a su vez está compuesto por el porcentaje de católicos practicantes y el católicos no practicantes. Después, como variables de control se han tomado las diferentes variables de la literatura de los determinantes de tesorería que se han comentado con anterioridad: las oportunidades de crecimiento (ROA), el tamaño de la empresa (LNAT), el riesgo de la empresa (RISK), el apalancamiento financiero (LEVER), el *cash flow* (CF) y la liquidez (LIQ). Por último, como variables dicotómicas se utilizarán cada una de las regiones de España (Andalucía, Aragón, Asturias, Baleares, Canarias, Cantabria, Cataluña, Castilla la Mancha, Comunidad Valenciana, Castilla y León, Extremadura, Galicia, La Rioja, Madrid, Murcia, Navarra, País Vasco) a las cuales pertenecen cada una de las empresas de este estudio.

En la tabla 2 se indican las distintas variables que componen el modelo, con su representación y además el modo en el que han sido calculadas.

Tabla 2. Definición de las diferentes variables que han sido utilizadas.

Variable	Representación	Cálculo de la variable
Tesorería	CASH	$\frac{\text{Efectivo y otros activos líquidos equivalentes}}{\text{Total activo}}$
Porcentaje total de católicos	TCAT	Toma el valor que corresponde al porcentaje total de católicos en cada región.
Oportunidades de crecimiento	ROA ⁵	$\frac{\text{Resultado de explotación}}{\text{Total Activo}}$
Tamaño de la empresa	LNAT	Ln (Total activo)
Riesgo de la empresa	RISK ⁶	$\frac{\text{Total activo}}{\text{Pasivo no corriente} + \text{Pasivo corriente}}$
Apalancamiento financiero	LEVER	$\frac{\text{Deuda a largo plazo} + \text{deuda a corto plazo}}{\text{Capital propio}}$
Cash flow	CF	$\frac{\text{Cash flow}}{\text{Importe neto de cifra de ventas}}$
Liquidez	LIQ	$\frac{\text{Activo corriente}}{\text{Pasivo corriente}}$
Dicotómica Región	Andalucía, Aragón, Asturias, Baleares, Canarias, Cantabria, Cataluña, CLM, CV, CYL, Extrem, Galicia, La Rioja, Madrid, Murcia, Navarra, País V.	Toma el valor 1 si la empresa se encuentra en la región correspondiente, y el valor 0 en caso contrario.

Fuente: Elaboración propia.

5.2- Metodología

Para llevar a cabo el análisis de este estudio y contrastar si existe relación entre el *cash holding* de las empresas y el nivel de religiosidad de la región en que estas están ubicadas, se realizará un modelo de regresión lineal empleando los Mínimos Cuadrados Ordinarios. Este método de trabajo busca explicar mediante la ecuación de una recta la relación que existe entre las variables dependientes con respecto a unas variables explicativas. Para analizar los resultados se utilizará el programa Stata/SE 16.1.

Previo al análisis de regresión, se realizará el análisis descriptivo de las variables del estudio, además de analizar las correlaciones lineales mediante los distintos coeficientes de correlación de Pearson. Los coeficientes que se obtendrán variarán entre -1 y +1, siendo los valores cercanos a -1 indicativos de una correlación negativa entre las variables es decir, relacionadas negativamente, y siendo los valores

⁵ Según Alarcón y Sánchez (2013), esta ratio puede utilizarse como medida de las oportunidades de crecimiento, puesto que consideran que las empresas más rentables serán las que potencialmente pueden crecer más.

⁶ Se considera que cuanto mayor sea la cantidad del activo financiada mediante el pasivo, más riesgo presentará la empresa.

cercanos a +1 indicativos de una correlación positiva, esto es que las variables se relacionan positivamente entre ellas. Cuanto más cercanos sean los valores a -1 y +1, más fuerte será la relación. Cabe destacar que si el valor es de 0 esto indica que no existe una relación lineal entre las variables.

6- ANÁLISIS DESCRIPTIVO

A continuación, se presenta la tabla 3 con los principales datos descriptivos de las diferentes variables que componen el estudio (media, mediana, desviación típica, coeficiente de variación de Pearson, mínimo y máximo).

Tabla 3. Análisis descriptivo de las variables del estudio.

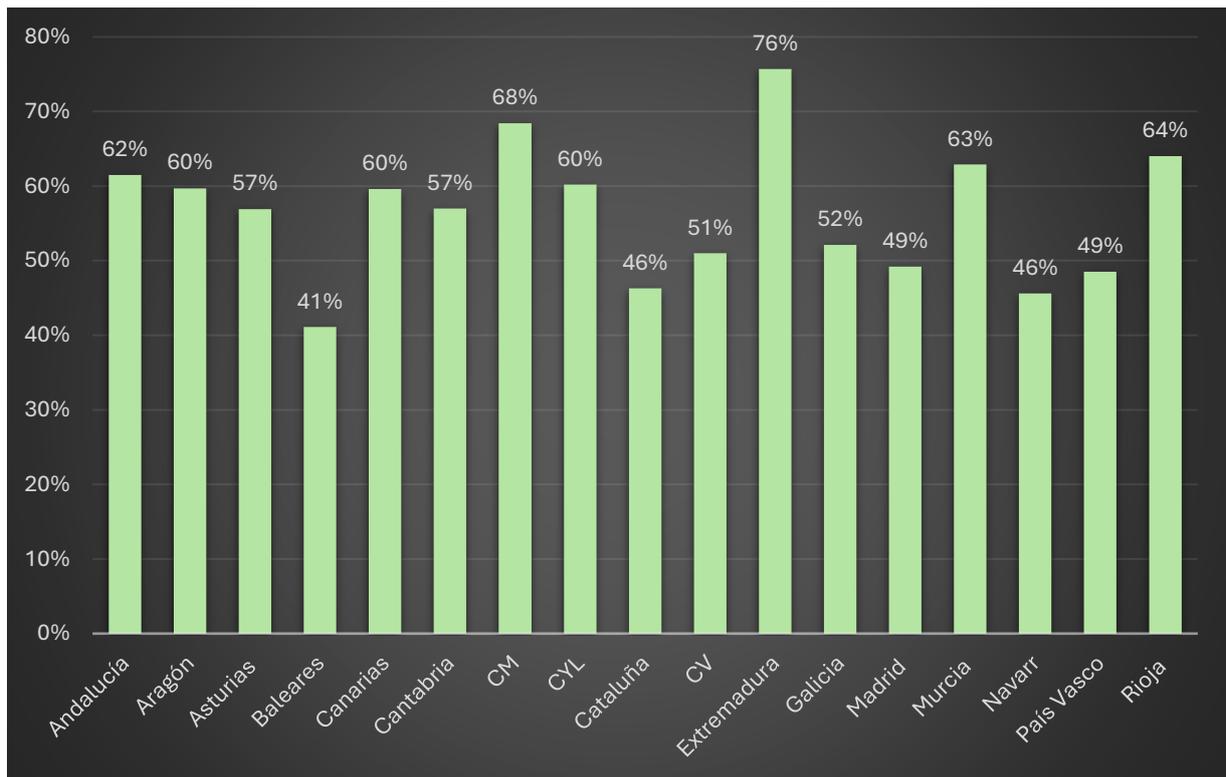
Variable	Media	Mediana	Desviación Típica	Coeficiente de variación de Pearson	Mínimo Total	Máximo Total
TCAT	0,5323	0,5100	0,0736	0,1383	0,4110	0,7570
CASH	0,0953	0,0583	0,1036	1,0868	0,0000	0,5810
ROA	0,0698	0,0559	0,0862	1,2355	-0,4047	0,5241
LNAT	9,8427	9,8048	0,3895	0,0396	9,2109	10,6681
RISK	2,2394	1,7407	1,4770	0,6596	0,2329	12,1495
LEVER	1,0638	0,5455	2,0578	1,9344	-22,4010	20,1944
CF	0,0800	0,0641	0,0784	0,9798	-0,3227	0,5066
LIQ	1,8517	1,4800	1,2175	0,6575	0,0387	9,6911

Fuente: Elaboración propia.

En cuanto a la variable TCAT que hace referencia al porcentaje total de católicos en cada región, se puede observar que el valor de tanto la media como la mediana son muy similares lo que indica que no existen excesivos datos atípicos que alteren la muestra. Respecto a la desviación típica, esta arroja un valor de 0,0736 y si se compara con el valor del coeficiente de variación de Pearson se puede concluir que los datos de la muestra para esta variable son relativamente homogéneos. Y denota por tanto, que la media es representativa. En cuanto al valor mínimo, este corresponde a la región de Baleares, mientras que el valor máximo corresponde a Extremadura.

En la gráfica 2 a efectos comparativos, se representan los valores de la variable TCAT para cada región:

Gráfica 2. Valor de la variable TCAT para cada región.

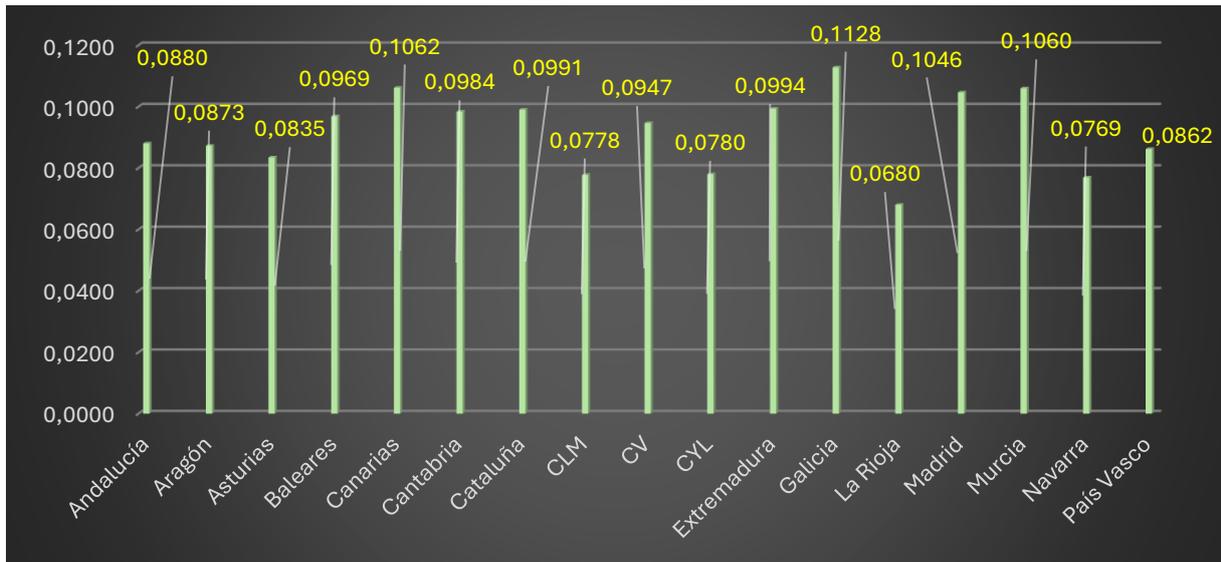


Fuente: Elaboración propia.

Respecto a la variable CASH, que hace referencia al nivel de tesorería de la empresa sobre el total de sus activos, se puede observar que existe una cierta diferencia entre la media y la mediana. Esto puede ser debido a la existencia de datos atípicos o extremos dentro de la muestra. Respecto a la desviación típica, esta refleja un valor de 0,1036 y si se compara el valor del coeficiente de variación de Pearson, el cual es de 1,0868, se puede concluir que los datos de la muestra para esta variable son muy variables o heterogéneos y por tanto, la media no es para nada representativa. Respecto al valor mínimo de esta variable, este corresponde a la empresa NOATUM AUTOLOGISTICS SPAIN S.L.U. y viene explicado debido a que posee una cantidad de efectivo y equivalentes muy reducida además, tiene un valor del total de activos mucho mayor. Por otro lado, el valor máximo corresponde a la empresa SET HOTELS SL, y viene explicado debido a que la cantidad de efectivo y equivalentes que posee es muy elevado y representa más de la mitad del total de activo de la empresa.

En la gráfica 3 a efectos comparativos, se representan los valores medios de la variable CASH para cada comunidad o ciudad autónoma:

Gráfica 3. Valor medio de la variable CASH para cada región.



Fuente: Elaboración propia.

Analizando el gráfico, se puede observar que el valor medio de la variable CASH es relativamente homogéneo, menos en el caso de La Rioja. Esto puede venir explicado debido a que las empresas de La Rioja pueden poseer una mayor proporción de activos distintos a los de la tesorería.

Respecto a la variable ROA, la cual refleja el rendimiento de los activos y la cual se puede utilizar para medir las oportunidades de crecimiento. Se obtiene dividiendo el resultado de explotación entre el total de activos. En lo relativo a la media y la mediana, se puede observar que existe solo una ligera diferencia entre ambos valores, indicando a priori que no existen datos atípicos en exceso. Respecto a la desviación típica, esta refleja un valor de 0,1036 y si observamos el valor del coeficiente de variación de Pearson, el cual es de 1,2355, se puede concluir que los datos de la muestra para esta variable son muy variables o heterogéneos y por tanto, la media no es para nada representativa. Respecto al valor mínimo este corresponde a la empresa UTOPICUS INNOVACION CULTURAL SL y viene explicado debido a que posee un resultado de explotación negativo y que además, tiene un valor que representa casi la mitad del total de activo. Por otro lado, el valor máximo corresponde a la empresa IBERWIX TELECOM SL y viene explicado debido a que el resultado de explotación que posee es muy elevado y es ligeramente superior a la mitad de la cifra total del activo de la empresa.

La siguiente variable para analizar es LNAT, la cual refleja el total de activo de las empresas como medida para medir su tamaño mediante un logaritmo, para así obtener unos resultados para esta variable que no se vean afectados por los efectos de las unidades de esta. En lo relativo a su media y su mediana, se puede observar que no hay prácticamente diferencia entre ambos valores, indicando que no hay un gran número de datos atípicos en la muestra. Respecto a la desviación típica, esta refleja un valor de 0,3895

y si se observa el valor del coeficiente de variación de Pearson, el cual es de 0,0396, se puede concluir que los datos de la muestra para esta variable son muy homogéneos y por tanto, la media es extremadamente representativa. Respecto al valor mínimo, este corresponde a la empresa GONZACAR SL y viene explicado debido a que posee un valor para la cifra de activo muy poco por encima del valor mínimo del activo puesto como requisito para ser una empresa incluida en este estudio, que está fijado en diez millones de euros. Por otro lado, el valor máximo corresponde a la empresa CERAMICAS FANAL SA y viene explicado debido a que posee un valor para la cifra de activo muy poco por debajo del valor máximo de activo fijado como requisito para este estudio, que está fijado en cuarenta y tres millones de euros .

Respecto a la variable RISK la cual refleja el riesgo de la empresa, y que se obtiene dividiendo la cifra total del activo entre el pasivo total. Si se observa su media y su mediana, se ve a simple vista que existe una diferencia sustancial entre ambos valores, indicando que existen datos atípicos en exceso. Respecto a la desviación típica, esta refleja un valor de 1,4770 y si se compara con el valor del coeficiente de variación de Pearson, el cual es de 0,6596, se puede concluir que los datos de la muestra para esta variable son heterogéneos y por tanto, la media no es representativa. Respecto al valor mínimo este corresponde a la empresa GUZMAN GASTRONOMIA SLU y viene explicado debido a que posee una cifra total de activo muy reducido que cubre poco más del 20% de la cifra total de los pasivos de la empresa. Por otro lado, el valor máximo corresponde a la empresa TELEFERICO DEL PICO DE TEIDE SOCIEDAD ANONIMA y viene explicado debido a que posee una cifra total de activo que cubre más de doce veces la cifra total de los pasivos de la empresa, debido principalmente a que posee una cifra muy pequeña de estos.

La siguiente variable que tratar es LEVER, que refleja el apalancamiento financiero de las empresas y que se calcula dividiendo el total de la deuda entre el capital propio. En lo relativo a la media y la mediana, se puede observar que existe una diferencia sustancial entre ambos valores, indicando que existen datos atípicos en exceso. Respecto a la desviación típica, esta refleja un valor de 2,0578 y si se observa el valor del coeficiente de variación de Pearson, el cual es de 1,9344, se puede concluir que los datos de la muestra para esta variable son muy variables o heterogéneos y por tanto, la media no es para nada representativa. Respecto al valor mínimo este corresponde a la empresa TELEFERICO DEL PICO DE TEIDE SOCIEDAD ANONIMA y viene explicado debido a que muy probablemente exista un error en los datos obtenidos puesto que consta un capital propio negativo. Por otro lado, el valor máximo corresponde a la empresa ONTIME PLATAFORMA SUR SL. y viene explicado debido a que posee una cifra total de deuda muy superior a su capital propio, pudiendo así concluir que la empresa está muy apalancada.

La siguiente variable que tratar es CF, que refleja el porcentaje que representa el *cash flow* de las empresas sobre el importe neto de la cifra de ventas. En lo relativo a la media y la mediana, se puede observar que existe una ligera diferencia entre ambos valores, indicando que no existen a priori datos atípicos en exceso. Respecto a la desviación típica, esta refleja un valor de 0,0784 y si se observa el valor del coeficiente de variación de Pearson, el cual es de 0,9798, se puede concluir que los datos de la muestra para esta variable son muy variables o heterogéneos y por tanto, la media no es para nada representativa. Respecto al valor mínimo este corresponde a la empresa EDIBLE CASINGS SL y viene explicado debido a que posee un *cash flow* negativo y que además representa casi una tercera parte de la cifra de ventas. Por otro lado, el valor máximo corresponde a la empresa GRAN CIRCULO DE MADRID, SA y viene explicado debido a que posee un *cash flow* que representa más de la mitad de su cifra de ventas.

La última variable que hay que tratar es LIQ, que refleja la liquidez de las empresas y se calcula dividiendo el valor del activo corriente entre el pasivo corriente. En lo relativo a la media y la mediana, se puede observar que existe una diferencia entre ambos valores, indicando que existen a priori un número de datos atípicos. Respecto a la desviación típica, esta refleja un valor de 1,2175 y si se compara con el valor del coeficiente de variación de Pearson, el cual es de 0,6575, se puede concluir que los datos de la muestra para esta variable son heterogéneos y por tanto, la media no es representativa. Respecto al valor mínimo este corresponde a la empresa KING'S COLLEGE SCHOOL SL y viene explicado debido a que la cifra de su activo corriente es muy inferior en comparación a al valor de su pasivo corriente. Por otro lado, el valor máximo corresponde a la empresa ETIQUETAS MACHO SA y viene explicado debido a que su cifra de activo corriente es sustancialmente más grande que el valor de su pasivo corriente.

Antes de concluir el análisis descriptivo, se analizará la correlación existente entre las variables mediante los distintos coeficientes de correlación de Pearson. Hay que destacar que aunque exista correlación, no se puede apuntar su causalidad, ya que no sabemos que variable explica cual puesto a que la existencia de esta se deduce a través del análisis explicativo de las variables. Y que se desarrollará a continuación. En la Tabla 4 se puede observar que no existen grandes correlaciones negativas entre las distintas variables del estudio, pero si cabe destacar las dos relaciones de variables más significativas. Por un, tenemos la variable ROA con la variable CF, que a priori no debería ser ningún problema, puesto que la ratio ROA hace referencia al rendimiento de los activos y el CF puede considerarse también como una medida del rendimiento pero en este caso, de la capacidad de la empresa para generar *cash* o efectivo. Por tanto, una correlación de un 67,27% tendría sentido puesto que las empresas que son eficientes en un aspecto lo suelen ser en varios. La otra relación para destacar es la de la variable RISK con la variable LIQ, que viene explicada debido a que el cálculo de ambas es similar y por ello las proporciones de activo

y pasivo se suelen mantener, aunque sus significados son diferentes. Mientras que la variable RISK se calcula dividiendo la cifra total de activo entre el total pasivo, para así obtener la proporción de activos financiados con el pasivo, la variable LIQ se calcula dividiendo el activo corriente entre el pasivo corriente, para así obtener la liquidez de la empresa. Por ello una correlación de un 80,05% tiene sentido.

Tabla 4. Matriz de correlación de Pearson.

	CASH	TCAT	ROA	LNAT	RISK	LEVER	CF	LIQ
CASH	1,00							
TCAT	-0,03	1,00						
ROA	0,27	-0,02	1,00					
LNAT	-0,08	0,00	-0,08	1,00				
RISK	0,26	-0,01	0,25	0,12	1,00			
LEVER	-0,15	0,04	-0,15	-0,04	-0,29	1,00		
CF	0,16	-0,03	0,67	0,17	0,33	-0,13	1,00	
LIQ	0,33	-0,04	0,27	0,05	0,80	-0,24	0,24	1,00

Fuente: Elaboración propia.

7- ANÁLISIS EXPLICATIVO

Antes de proceder a presentar el modelo de regresión para el análisis explicativo, se realizará un análisis de la varianza (ANOVA), que tiene como objetivo determinar si existen diferencias significativas entre las distintas medias de las variables. Este cálculo estadístico también se realizará utilizando el programa STATA. El objetivo de esta prueba es obtener un valor p, el cual refleja la significatividad, inferior a 0,1. Para realizar este proceso, se ha procedido a crear una variable dicotómica para cada empresa que refleje si el valor de religiosidad para esa región está o no por encima de la media de religiosidad católica en España que tiene un valor de 0,5323. Por tanto, si la religiosidad de la región está por encima de la media, tomará el valor 1 y si es inferior a ella el 0. Una vez obtenido esto, hay que cruzar estos datos con la variable CASH para cada empresa.

Una vez realizado este proceso, se han obtenido un valor de 0,0177 si la variable dicotómica mostraba el valor 0 y de un 0,0088 si obtenía un valor de 1. Obtenidos estos resultados, se puede concluir que existe una relación significativa entre la variable CASH y la variable TCAT. Aunque esto no es siempre

una certeza, ya que realmente la significatividad se obtiene mediante el análisis explicativo que se llevará a cabo en el siguiente apartado. En la tabla 5 se presentan los resultados obtenidos para el análisis ANOVA.

Tabla 5 Resultados del Test ANOVA

	Observaciones.	Media	Desviación típica	Valor p
(0) < Media	2.176	0,0985	0,1062	0,0177
(1) > Media	1.216	0,0897	0,0986	0,0088
TOTAL	3.392	0,0953	0,1036	

Fuente: Elaboración propia.

A continuación, se tratará de relacionar de manera explicativa las distintas variables del modelo mediante una regresión lineal. Se ha estimado un único modelo para la regresión, para la variable explicativa que mide el nivel de religiosidad total para las distintas regiones TCAT. En la columna CASH, la variable explicativa es TCAT, y los resultados obtenidos permiten contrastar que esta variable influye negativamente sobre el *cash holding* de las empresas, debido a que su significatividad alcanza el 93,4%. Con esto, se puede concluir que las empresas ubicadas en regiones con mayor tasa total de católicos, presentan menores niveles de *cash holding*.

En la tabla 6 se presentan los resultados obtenidos.

Analizando las variables de control, hay que destacar que la ROA, el tamaño de la empresa (LNAT), el apalancamiento financiero (LEVER), el *Cash Flow* (CF) y la liquidez (LIQ) tienen influencia sobre la variable CASH. Mientras que la variable riesgo (RISK) no muestra relación alguna. Por un lado, el tamaño de la empresa (LNAT), el riesgo de la empresa (RISK), el apalancamiento financiero (LEVER) y el *cash flow* (CF) influyen de manera negativa y por otro lado, la ROA y la liquidez (LIQ) influyen positivamente.

Hay que destacar que también para la regresión el Test F indica que el modelo es significativo, queriendo esto decir que el propio modelo es capaz de explicar las variaciones de la variable CASH. Respecto al coeficiente de determinación (R^2) este tiene un valor en la regresión de 0,1667. Este valor tiene que oscilar entre 0 y 1 y en este caso, está bastante cercano a 0 y esto indica que explica poco porcentaje de la varianza del *cash*. Esto es probablemente debido a los grandes rangos de datos observados en ciertas variables, debido a que en la muestra había mucha disparidad. Por último, hay que destacar que el VIF (factor de agrandamiento de la varianza) es prácticamente 3 y por tanto, indica que no hay problemas de multicolinealidad.

Tabla 6 Resultados modelo para la variable CASH.

	CASH	
TCAT	-0,1547 (0,0842)	*
ROA	0,2503 (0,0272)	***
LNAT	-0,0186 (0,0044)	***
RISK	-0,0025 (0,0020)	
LEVER	-0,0034 (0,0008)	***
CF	-0,0511 (0,0306)	*
LIQ	0,0259 (0,0023)	***
Constante	0,2978 (0,0582)	***
Dicotómicas Región	Incluidas	
Número de observaciones	3.392	
Metodología	MCO	
TEST F	30,63	
PROB F	0,0000	
R-cuadrado	0,1667	
VIF	3,01	
Nota: Errores estándar entre paréntesis; * p<0,1; ** p<0,05; *** p<0,01.		

Fuente: Elaboración propia.

Los resultados obtenidos han de ser comparados con las relaciones que la literatura proponía para estas variables con respecto a la tesorería. En este sentido, la relación obtenida en este estudio para las oportunidades de crecimiento y la tesorería va en línea con lo que apuntaban las teorías de la tesorería, pues todas ellas mantenían una relación positiva y significativa. En cuanto a la variable tamaño de la empresa, se ha contrastado la relación negativa y también significativa, según lo propuesto por la teoría del *trade-off*. Indicando que a mayor tamaño de la empresa, su nivel de *cash holding* se ve reducido. Para la variable riesgo de la empresa, no se ha comprobado la relación negativa y significativa de la variable con respecto a la tesorería. Esto, no va en línea con lo propuesto por las diferentes teorías. Para la variable apalancamiento financiero, se ha comprobado la existencia de una relación negativa y significativa de la variable con respecto al *cash holding* de las empresas. Yendo esto en línea con lo propuesto por la teoría del *pecking order*. En cuanto al *cash flow*, se ha encontrado la existencia de una relación negativa y significativa, que no va en línea con lo propuesto por ninguna de las teorías de la tesorería y por ello, sería interesante buscar la razón detrás de esto. Por último, para la variable liquidez, también se ha encontrado una relación positiva y significativa, que va en línea con lo propuesto por la teoría del *trade-off*.

A continuación se detalla en la tabla 7 las relaciones esperadas para cada variable con respecto a la tesorería y la relación observada:

Tabla 7 Relaciones observadas para las variables.

FACTORES	RELACIÓN ESPERADA SEGÚN LAS TEORÍAS			RELACIÓN ENCONTRADA
	<i>Trade-off</i>	<i>Pecking order</i>	<i>Free cash flow</i>	
Oportunidades de crecimiento	positiva	positiva	positiva/negativa	Positiva y significativa
Tamaño	negativa	positiva	positiva	Negativa y significativa
Riesgo	positiva	positiva	positiva	No significativa
Apalancamiento financiero	-	negativa	-	Negativa y significativa
<i>Cash flow</i>	-	positiva	-	Negativa y significativa
Liquidez	positiva	-	-	Positiva y significativa

Fuente: Elaboración propia

8- ANÁLISIS DE ROBUSTEZ

Para comprobar la robustez de los resultados obtenidos se ha procedido a calcular dos nuevas regresiones para las dos datos que componen la variable explicativa (TCAT) los cuales son: el porcentaje de católicos practicantes y por el porcentaje de católicos no practicantes. Con el fin de estudiar si existe o no relación entre estas dos variables y el *cash holding* de las empresas y si se mantienen los resultados obtenidos en el estudio. Para así comprobar que factor es más determinante, el hecho de ser católico o el hecho de ser practicante. En la tabla 8 se muestran los datos descriptivos de estas dos variables.

Tabla 8. Análisis descriptivo de las variables CATP y CATNP.

Variable	Media	Mediana	Desviación Típica	Coefficiente de variación de Pearson	Mínimo Total	Máximo Total
CATP	0,1703	0,137	0,0494	0,1220	0,2560	0,2899
CATNP	0,3620	0,355	0,0447	0,2580	0,5200	0,1236

Fuente: Elaboración propia

A continuación en la tabla 9 se reflejan los resultados obtenidos para el modelo:

A la vista de los resultados obtenidos se puede confirmar que ambas variables presentan una relación negativa y significativa con respecto al nivel de cash holding, mismo resultado que para la variable de total de católicos. Por tanto, no se puede concluir que factor es más determinante a la hora de establecer relación con la tesorería, si el hecho de ser católico en si o el hecho de ser practicante.

Para el resto de las variables, los resultados obtenidos van en la misma línea. Obteniéndose las mismas relaciones con las mismas significatividades. Aportando esto una mayor robustez a los cálculos anteriormente obtenidos en el análisis explicativo del modelo

Tabla 9 Resultados modelo para las variables.

	CASH (1)		CASH (2)	
CATP	-0,2173 (0,1182)	*		
CATNP			-0,5368 (0,2921)	*
ROA	0,2503 (0,0272)	***	0,2503 (0,0272)	***
LNAT	-0,0186 (0,0044)	***	-0,0186 (0,0044)	***
RISK	-0,0025 (0,0019)		-0,0025 (0,0019)	
LEVER	-0,0034 (0,0008)	***	-0,0034 (0,0008)	***
CF	-0,0511 (0,0305)	*	-0,0511 (0,0305)	*
LIQ	0,0259 (0,0023)	***	0,0259 (0,0023)	***
Constante	0,2527 (0,0457)	***	0,4093 (0,1085)	***
Dicotómicas Región	Incluidas		Incluidas	
Número de observaciones	3.392		3.392	
Metodología	MCO		MCO	
TEST F	30,63		30,63	
PROB F	0,0000		0,0000	
R-cuadrado	0,1612		0,1612	
VIF	2,84		3,49	
Nota: Errores estándar entre paréntesis; * p<0,1; ** p<0,05; *** p<0,01.				

Fuente: Elaboración propia

9- CONCLUSIONES

El objetivo de este trabajo fin de grado ha sido comprobar si el mayor nivel de religiosidad afecta al *cash holding* de las empresas españolas, comprobando si en las regiones españolas con mayor nivel de religiosidad católica poseen más niveles de tesorería o menos. Para ello, se ha empleado una muestra 3392 empresas tras eliminar los datos atípicos y las empresas a las que les faltaba algún dato de alguna variable. A esto, hay que sumarle que se ha consultado el último barómetro del CIS para obtener los datos de católicos practicantes y los de católicos no practicantes para cada región. Para así crear una única variable, el total de católicos de la región, que es la unión de ambas. Junto a estos datos y sumados a los datos financieros obtenidos en SABI, se ha estimado un modelo de regresión. En este trabajo también se ha revisado la literatura previa existente, señalando los determinantes y las teorías que afectan al nivel de *cash holding* de las distintas empresas.

Tras estudiar la literatura previa, se ha encontrado autores que defienden tanto una relación negativa entre el nivel de religiosidad católica como Gilles y Kai (2009) y otros que argumentan que existe una relación positiva como Dittmar y Mahrt-Smith (2007) y Hu y otros (2019). Por tanto, cabría esperar que existe relación entre el nivel de religiosidad de la región y el nivel de tesorería de las empresas, aunque el signo de esta puede ser tanto positiva como negativa.

Los resultados obtenidos muestran que a priori se puede concluir que el nivel de religiosidad influye sobre los niveles de *cash holding* de forma negativa, esto es, a mayor nivel de religiosidad menor es la tesorería de las empresas. Estos resultados no son contrarios a los estudios comentados en la parte teórica, ya que había autores que defendían la existencia de esta relación negativa. Estos autores concluyeron que ante un mayor porcentaje de católicos las empresas de esas regiones retenían una menor tesorería (Gilles y Kai, 2009). Por tanto la hipótesis H1 que defendía la existencia de un relación ya fuera positiva o negativa entre nivel de religiosidad de la región y nivel de tesorería queda contrastada. Habiéndose encontrado una relación negativa y significativa.

Cabría hacerse la pregunta de por qué se da el hecho de que en las regiones con más niveles de religiosidad el porcentaje de tesorería de sus empresas es menor. En este sentido, se debería reflexionar si es intrínsecamente la religión católica la que provoca esto o son los valores culturales que están asociados a esta o los valores propios de cada región.

Respecto a las variables de control, se han contrastado todas menos la variable, que hacía referencia al riesgo soportado por las empresas, demostrándose su no significatividad con respecto al nivel de *cash holding*.

Sumado a esto, se ha estudiado por separado el nivel de católicos y el nivel de católicos no practicantes para comprobar que factor es más determinante, si el hecho de ser católico en si o el hecho de ser practicante. Los resultados obtenidos no reflejan una importancia mayor de una u otra.

El objetivo de este trabajo era dictaminar si existía una relación entre las regiones con mayor nivel de religiosidad católica y los niveles de *cash holding* de las empresas. Para ello, se planteó la hipótesis H1 que sostenía la existencia de relación entre nivel de religiosidad de la región y el nivel de tesorería ya fuera positiva o negativa. Quedando esta contrastada gracias a los resultados obtenidos en el presente trabajo.

Tras realizar estudio, se ha llegado a la conclusión de que si se puede contrastar la existencia de relación entre el nivel de religiosidad y el *cash holding* de las empresas, puesto que se han obtenido unos resultados significativos.

Los resultados obtenidos pueden ser de interés para los directivos de las distintas empresas, puesto que estos se pueden ver afectados inconscientemente por sus creencias religiosas y no tener constancia de ello. Este trabajo puede hacerles ver que están condicionados por estas. En otro aspecto, también este estudio ha abordado un tema que carecía trabajos previos, como es la religión católica y como esta afecta a las empresas españolas.

El trabajo puede presentar ciertas limitaciones. Una de ellas sería que solo se ha estudiado la religión católica, porque es la predominante en España. Aunque en los últimos años debido a la inmigración y otros cambios sociales, han aparecido más religiones en nuestro país, sería de interés prestarlas más interés en los distintos ámbitos académicos. Por tanto, un estudio comparativo con otras religiones sería una futura línea de investigación muy interesante. Otra línea de investigación futura sería añadir una nueva variable, por ejemplo el género y como este puede afectar a las creencias religiosas y al comportamiento económico.

BIBLIOGRAFÍA

Agencia Estatal Boletín Oficial del Estado. (2014). Reglamento (UE) nº 651/2014 de la Comisión (2014) Diario Oficial de la Unión Europea Disponible en: <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=DOUE-L-2014-81403> (Consultado el 21.02.2024).

Alarcón, S. y Sánchez, M. (2013). Business strategies, profitability and efficiency of production, *Spanish Journal of Agricultural Research*, 11: 19-31.

Arruñada, B. y Krapf, M. (2018). Religion and the European Union, *Advances in the Economics of Religion*, 185: 295-308.

Bhanu, P. y Kannadhasan, M. (2019) Corruption and cash holdings: Evidence from emerging market economies, *Emerging Markets Review*, 38: 1-17.

Centro de Investigaciones Sociológicas (2023) Barómetro de diciembre del 2023. Disponible en: <https://www.cis.es/es/detalle-ficha-estudio?origen=estudio&codEstudio=3431> (Consultado el 21.02.2024).

Chen, S. Ye, Y. Jebran, K. y Majeed, M.A. (2020), Confucianism culture and corporate cash holdings, *International Journal of Emerging Markets*, 15: 1127-1159.

Choi, T. J., y Deutsch, Y. (2023). The Two Sides of Community Political Conservatism and CSR: Exploring the role of community social connectedness, *Organization Studies*, 44(7): 1103-1125.

Cialdini, R. B., y Goldstein, N. J. (2004). Social influence: Compliance and conformity, *Annual Review of Psychology*, 55: 591–621.

Diez, J. M., Farinha, J. B., y García, C. D. (2019). Are Religion and Culture Relevant for Corporate Risk-Taking? International Evidence, *BRQ Business Research Quarterly*, 22(1): 36-55.

Dittmar, A., y Mahrt-Smith, J. (2007). Corporate governance and the value of cash holdings, *Journal of Financial Economics*, 83(3): 599–634.

Ferreira, M. A., y Vilela, A. S. (2004). Why do firms hold cash?, Evidence from EMU countries, *European Financial Management*, 10: 295-319.

García, P. J., y Martínez, P. (2007) On the Determinants of SME Cash Holdings: Evidence from Spain, *Journal of Business Finance & Accounting*, 35: 127-149.

Gilles, H. y Kai, W. H. (2009). Does religion matter in corporate decision making in America?, *Journal of Financial Economics*, 93 (3).

Graham, J.R. y Harvey, C.R. (2001) The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field, *Journal of Financial Economics*, 60: 187-243.

Guiso, L. Sapienza, P. y Zingales, L. (2003). People's opium? Religion and economic attitudes, *Journal of Monetary Economics*, 50: 225–282.

Han, Seungjin y Qiu, Juiaping. (2007). Corporate Precautionary Cash Holdings, *Journal of Corporate Finance*, 13: 43-57.

Hilary, G. and Hui, K.W. (2009) Does Religion Matter in Corporate Decision Making in America?, *Journal of Financial Economics*, 93: 455-473.

Hofstede Insights (s.f.). Country Comparison Tool. Disponible en: <https://www.hofstede-insights.com/country-comparison-tool?countries=spain> (Consultado el 21.02.2024).

Hu, H. Lian, Y. y Zhou, W. (2019) Do Local Protestant Values Affect Corporate Cash Holdings?, *J Bus Ethics*, 154: 147–166.

Hutton, I. Jiang, D. y Kumar, A. (2014). Corporate policies of republican managers, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 49(5–6): 1279–1310.

Iranzo, J.E. (2024, 29 de marzo). Religión y economía. *The Objective*. Disponible en: <https://theobjective.com/elsubjetivo/opinion/2024-03-29/religion-y-economia/>

Jensen, M. (1986) Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeover, *American Economic Review*, 76: 323-329.

Kennedy, E. J., & Lawton, L. (1998). Religiousness and business ethics. *Journal of Business Ethics*, 17(2): 163–175.

Kraus, A. y Litzenberger, R.H. (1973) A State-Reference Model of Optimal Financial Leverage, *The Journal of Finance*, 28: 911-922.

Kuhnen, C.M. y Niessen-Ruenzi, A. (2008). Is Executive Compensation Shaped by Public Attitudes, *CFR Working Papers*: 08-09.

Landes, D. (1998). *The Wealth and Poverty of Nations*. Little, Brown, and Company, London

Mervyn, K. y Kaleem, A. (2019). *Religion and Finance Comparing the Approaches of Judaism, Christianity and Islam*. Edward Elgar Publishing.

Miller, M. H. y Orr, D. (1966). A Model of the Demand for Money by Firms, *The Quarterly journal of economics of economics*, 80: 413-435.

Minkov, M., & Kaasa, A. (2022). Do dimensions of culture exist objectively?, A validation of the revised Minkov-Hofstede model of culture with World Values Survey items and scores for 102 countries, *Journal of International Management*, 28(4): 100971.

Myers, C. (1984) The Capital Structure Puzzle, *The Journal of Finance*, 39: 575-592.

Opler, T. Pinkowitz, L. Stulz, R. y Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings, *Journal of financial economics*, 52: 3-46

Ozkan, A., y Ozkan, N. (2004) Corporate Cash Holdings: An Empirical Investigation of UK Companies, *Journal of Banking & Finance*, 28: 2103-2134.

Ranjan, D. G. y Rajesh, P. (2020). Does the legal origin affect corporate cash holding?, *International Journal of Emerging Markets*, 16: 1964-1983.

Xiong, L. Xiao, L. Bai, M. Qin, Y. y Yang, L. (2023). The religion effect on corporate cash holding in China: Buddhism and Taoism, *International Journal of Finance & Economics*, 28: 4420–4457.

Yangyang, C. Murgulov, S. Ghon. R. y Veeraraghavan, M. (2016). Religious beliefs and local government financing, investment, and cash holding decisions, *Journal of Empirical Finance*, 38: 258-271.

ANEXO DE SOSTENIBILIZACIÓN CURRICULAR

Comenzar este anexo de sostenibilización curricular destacando que no existe ningún ODS (Objetivos de Desarrollo Sostenible) que aborde directamente algún ámbito relacionado con este trabajo, ya sea la religión o la decisión de retención de la tesorería, siendo estos los temas principales de este trabajo. Por ello, se va a tratar de seguir un enfoque amplio para así encontrar alguna relación con los ODS.

Primeramente, hay que destacar el ODS número 8 el cual hace referencia al trabajo decente y crecimiento económico. Este ODS puede tener vinculación con el trabajo ya que en este último se han abordado temas como la ética y la creación de valor. Por un lado, la ética que como se ha observado en la literatura académica suele estar relacionada con las creencias religiosas. Y por tanto, cabría esperar que estas creencias facilitaran la consecución de este ODS, aportando decencia en el trabajo de las personas. Por otro lado, también se ha comentado que las creencias religiosas suelen estar relacionadas con prácticas económicas favorables al crecimiento económico. Esto conllevaría un avance de cara a conseguir cumplir este ODS.

Otro ODS que puede tener vinculación con el presente trabajo es el número 10, que hace referencia a la reducción de las desigualdades. Esto es debido a que pese como se ha comentado con anterioridad, la religión no siempre conlleva comportamientos éticos, y en ocasiones ciertas prácticas religiosas pueden conllevar la creación de ciertas de desigualdades por el hecho de pertenecer o no a una religión determinada u otra. Esto también se puede extender a la persecución que reciben ciertas personas en países concretos solo por el hecho de tener una creencia religiosa concreta.

Otro ODS que puede tener relación con este trabajo es el número 16, que trata de la paz, justicia e instituciones sólidas. Es obvio que a lo largo de la historia la religión ha sido un factor determinante a la hora crear tiempos de paz. Aunque es cierto que en la antigüedad muchos de los conflictos tenían como una de sus motivaciones principales la religión. En la actualidad la religión puede ser un baluarte para la consecución de procesos de paz en diferentes puntos del mundo, además de servir como altavoz para denunciar las desigualdades y como medio para conseguir la paz y la justicia. Por otro lado, la ética de las empresas y de las personas, que también se ha abordado en el presente trabajo, tiene relación con todo esto. Suponiendo una ayuda extra para lograr estos objetivos. La ética también ayuda a generar unas instituciones sólidas, que promueven tanto el bien común como el fin de las injusticias.

El último Objetivo de Desarrollo Sostenible que puede tener vinculación con este trabajo es el número 17, el cual trata de las alianzas para lograr los objetivos. Este trata de que se sumen fuerzas para conseguir todos los objetivos de la sociedad, y no solo los ODS. En esto juegan un papel crucial tanto las creencias de las personas como la ética de estas, y pudiendo extenderse esta última a las empresas.

La religión también puede ser un medio para garantizar que los recursos necesarios sean movilizados para llegar al fin común, el cual es la consecución de los distintos objetivos.

Como conclusión a este anexo, hay que destacar que como se ha comentado con anterioridad, no hay ningún ODS (Objetivo de Desarrollo Sostenible) que tenga una vinculación directa con los temas principales del TFG, y por ello se ha requerido tener un pensamiento abierto a la hora de encontrar puntos de unión. Aun así, se ha tratado de reflejar de la mejor manera posible las distintas vinculaciones que pudieran existir, para así abordar de la mejor manera el objetivo de este anexo.