

**Universidad de Salamanca**  
Facultad de Economía y Empresa  
Departamento de Administración y Economía de la  
Empresa



**Doctoral Thesis**

**The Influence of Employment  
Protection and Firm-Level Factors  
on Labor Investment Decisions**

**Author**

**Rafael Vaz Palmeira**

**Supervisors**

**Dr. Julio Pindado García & Dr. Ignacio Requejo Puerto**

**Salamanca, 2023**



*To my family and friends*



# Acknowledgment

---

Although the thesis results from a single Ph.D. student project, many people participated in the personal development and learning processes needed to conclude this project. First and foremost, I would like to thank God for giving me the physical and psychological strength dedicated to this thesis development. I thank God for putting me in the perfect environment and surrounding me with the most capable people to develop the most strenuous project I have ever engaged in.

Of the people God has placed in my path, I am grateful to my wife, companion, and friend, Dr. Alba González, whose support, patience, and love have been indispensable for advancing this project. Without her support, following the academic path would have been impossible. I thank her for the hours of comfort, laughs, fights, pieces of advice, and hugs. I thank both my sons: Pedro, who has a smile that gives me the strength to overcome any obstacle, and Tiago, who, still in the womb, is already the object of my love.

I will always be grateful to my supervisors for their dedication, patience, and commitment to the research quality during this thesis development. More than once, they have guided me along the right path and advised me to complete a project with a more extended deadline than I am used to. Within the Universidad de Salamanca team, I must highlight the many companions that have offered me a helping hand. Of these, I would like to mention and acknowledge the coordinators of the doctoral program, Dr. Isabel Suárez González and Dr. María Mercedes Martos Partal, and The director of the IME, Dr. Luis Vázquez Suárez; each of them for the excellence in the coordination role and for giving me the support and motivation I needed to keep focused. Dr. Luis Miguel Serra Coelho, for receiving me at the University of Algarve and sharing a broader view of the academic world. I also extend my thanks to Dr. Samanta Pérez Santamaría and María del Pilar Rivera, with whom I have the pleasure of sharing ideas weekly during our coffee breaks,

to the members of “Seminario 133”, who have supported us these past years. I am also grateful for those who have already graduated and those who came, and even in short stays, I have found precious friendships. I also thank Narda, whose absence taught me to celebrate life and despise problems.

I have made many friends on this incredible journey. Among those new friends, I thank Dr. Ana Rey Cao, Dr. Inma Canales, and Marta, who were wise counselors; Dr. Sergio López García and Cristina who have always been by my side, motivating and aiding me whenever needed. I am in debt and grateful for Dr. María Perrino Peña, who taught me unforgettable lessons about human capital during heated conversations. From those new Spanish friends, I extend my gratitude to Dr. María Mendez Santos, whom I thank for the outstanding teaching that allowed me to adapt to a new country and the academic field. Those are friends who stick closer than brothers and have the biggest hearts I have ever seen.

Last but not least, I thank my family and friends. From across the Atlantic, my parents, Gilson and Magaly, who even from a distance supported me in this endeavor; my brother and closest friend Daniel, who showed interest in every step of this project with great pride, my closest friends from Brazil, Pedro, Alex, and Marcelo. Nilson, for giving me the four essential “s” for success in any project and sharing his experience. My sister-in-law Mayara and her precious family, whom I love and regret being so far away. Likewise, on this side of the Atlantic, I am infinitely grateful to my in-laws Juan and Reme and brother-in-law David, who welcomed me as an immigrant, son-in-law, and brother-in-law. This Spanish family of mine had patiently followed every step of my development since before I arrived in Spain.

Finally, I recognize that it would be impossible to mention the names of everyone who has been part of this endeavor: friends, grandparents, uncles, and cousins. So I thank all of you, those who are present and those who have already left. Thank you very much.

# Table of Contents

---

<b>Chapter I – Introduction</b> .....	<b>1</b>
I.1    The Importance of Investing in the Workforce.....	1
I.2    The Importance of Financial Flexibility for Employment at the Corporate Level .....	4
I.3    How Macroeconomic Factors Can Affect Labor Investment Efficiency....	8
I.4    How Corporate Social Responsibility Can Affect Labor Investment Efficiency.....	12
I.5    Research Contributions .....	14
<b>Chapter II</b> .....	
II.1    Introduction.....	
II.2    Literature review and hypothesis development .....	
II.3    Data, Method, and Key Variables .....	
II.3.1    Sample .....	
II.3.2    FF measurement.....	
II.3.3    Employment Model .....	
II.4    Results .....	
II.4.1    The Effect of FF on Employment .....	
II.4.2    The Effect of FF on employment in private versus public companies .....	
II.4.3    The moderating role of firm size in the relation between FF and employment.....	
II.4.4    The role of financial flexibility in small private firms .....	
II.5    Robustness Tests .....	
II.5.1    Addressing Correlation Concerns .....	
II.5.2    Alternative Measurements of Size .....	

II.6 Discussion.....

    II.6.1 *Theoretical Contributions*.....

    II.6.2 *Practical Implications*.....

    II.6.3 *Limitations and Future Directions*.....

II.7 Conclusions.....

Appendix II.A.....

*Variable Definition* .....

**Chapter III** .....

III.1 Introduction .....

III.2 Theory and Hypotheses Development.....

    III.2.2 *Labor Investment Efficiency* .....

    III.2.3 *Employment Protection Legislation and Labor Investment Decisions* .....

III.3 Data and Method.....

    III.3.1 *Sample*.....

    III.3.2 *Method*.....

    III.3.3 *Labor Investment Inefficiency Measurements*.....

III.4 Results .....

    III.4.1 *Effect of General EPL on Labor Investment Inefficiency*.....

    III.4.2 *Effect of Regular EPL on Investment Inefficiency* .....

    III.4.3 *Effect of Temporary EPL on Investment Inefficiency* .....

    III.4.4 *Alternative Measurements of Labor Investment Inefficiency*.....

III.5 Conclusion .....

Appendix III.A.....

**Chapter IV**.....

IV.1 Introduction .....

IV.2 Theory and Hypotheses development.....



IV.3	Data and Methodology.....	
IV.3.1	<i>Data</i> .....	
IV.3.2	<i>Methodology</i> .....	
IV.3.3	<i>Descriptive Analysis</i> .....	
IV.4	Results .....	
IV.4.1	<i>Effect of the CSR social dimension on labor overinvestment</i> .....	
IV.4.2	<i>Effect of the CSR social dimension on labor underinvestment</i> .....	
IV.4.3	<i>The moderating effect of employment protection legislation in the CSR-overinvestment relationship</i> .....	
IV.4.4	<i>The moderating effect of employment protection legislation in the CSR-underinvestment relationship</i> .....	
IV.5	Conclusions.....	
<b>Chapter V . Final Remarks .....</b>		<b>133</b>
V.1	Conclusions.....	133
V.2	Implications .....	135
V.2.1	<i>Implications for Managers</i> .....	136
V.2.2	<i>Implications for shareholders</i> .....	137
V.2.3	<i>Implications for policymakers</i> .....	137
V.3	Limitations and Future Research.....	138
V.4	Thesis.....	139
<b>References.....</b>		<b>141</b>
<b>Appendix A – Introducción.....</b>		<b>161</b>
A.1.	La Importancia de la Inversión en la Mano de Obra.....	161
A.2.	La Importancia de la Flexibilidad Financiera para el Empleo a Nivel Corporativo .....	165

A.3.	Cómo los Factores Macroeconómicos Pueden Afectar a la Eficiencia en la Inversión en Mano de Obra .....	170
A.4.	Cómo la Responsabilidad Social Corporativa Puede Afectar a la Eficiencia en la Inversión en Mano De Obra. ....	175
A.5.	Aportaciones de la Investigación .....	177
<b>Appendix B – Consideraciones finales.....</b>		<b>181</b>
B.1	Conclusiones.....	181
B.2	Implicaciones prácticas .....	184
B.2.1.	<i>Implicación para Directivos y Accionistas .....</i>	<i>185</i>
B.2.2.	<i>Implicación para Legisladores .....</i>	<i>186</i>
B.3	<i>Limitaciones y Futuras Investigaciones.....</i>	<i>187</i>
B.4	<i>La tesis del trabajo de investigación.....</i>	<i>188</i>

---

# Chapter 1

---

## Introduction



## **Introduction**

In this research, we study the impact of business decisions on employment. We also argue the need to analyze how internal and external factors to the company condition its labor investment decisions. For this analysis, we focus on legal form, company size, and social responsibility as internal factors that may affect this type of investment. As external factors, we consider employment protection legislation in its different dimensions, such as protection of temporary employment, protection of the regular employee, and protection of employment in general. The last one is a combination of different aspects of employee protection and incorporates restrictions on collective dismissal.

In the following section, we present the main reasons for this research. Specifically, we document the importance of considering labor investment and the factors determining such its level and efficiency. Through a literature review of the works most closely related to the study conducted, we seek to provide an overview of the perspective with which this research work has been carried out. In this introduction, we will also discuss the reasons for extending and improving previous research on investment decisions and capital structure.

### **I.1 The Importance of Investing in the Workforce**

In the current socio-economic situation, there is a general concern about the ability to attract and retain talent. Such concern exceeds intra-corporate events such as the 'talent wars' (The Economist, 2022) or the 'great resignation' (Gittleman, 2022; The Economist, 2021). In addition, recent changes in the corporate environment affect sectors such as tourism, where performance has been constrained by labor shortages caused by sector migration (Wise et al., 2022).

Research concerning the level of labor investment is relevant because of the importance of such investment and the difficulty in financing it. For authors such as

## I. Introduction

Fairhurst et al. (2020) or Bai et al. (2018), labor cost is one of the most significant production costs for North American industrial companies. Additionally, Ben-Nasr and Alshwer (2016) indicate that labor is one of the most relevant production factors. Articles related to the research topic of this thesis, such as Bai et al. (2018), also highlight that labor is the central factor of production. Investment in labor becomes especially relevant when we look at the argument of Baghai et al. (2021). These authors contend that, for value creation in present-time companies, human capital is more important than physical capital. More recently, Ee et al. (2022) emphasize that labor is one of the primary factors for company competitiveness.

Adding relevance to the investment in labor, hiring employees is a risk factor for companies, and the level of uncertainty is a factor to be considered (Bentolila and Bertola, 1990). Graham and Harvey (2001) also mention that company managers seek lower leverage to protect the organization from sales and credit supply volatility. This financial flexibility is obtained through low leverage, which facilitates investment in talent. In fact, Benmelech (2019) identifies that labor is difficult to finance as hiring employees does not produce collateral. Focusing on the importance of the financial capacity for investment in labor, we highlight from a more macroeconomic perspective the work of Chlestos and Sintos (2021), which links financial fragility to a limited ability to recover employment levels after a financial crisis. The authors also identify that financial fragility (more significant uncertainty and credit risk) negatively affects economic growth, reducing employment levels. From a more microeconomic point of view, since the seminal work of Pinnuck and Lillis (2007), the literature focusing its analysis on deviation from the optimal level in labor investment has been gaining importance. Ghaly et al. (2020), for example, highlight the importance of maintaining optimal hiring levels, arguing that overinvestment in labor (caused by overhiring or underfiring) can reduce productivity, while under-investment (caused by underhiring or overfiring) is related to slower company growth. Pressures coming from investors may cause managers to abandon investment opportunities because

of concerns about the short-term market value of the company (Froot et al., 1992; Narayanan, 1985; Porter, 1992; Stein, 1989). Regardless of the relevance of financial frictions and the importance of labor investment, there is little work devoted to identifying the characteristics that make companies more or less exposed to financial risks that may affect their ability to invest in labor.

From a macroeconomic perspective, we introduce employment protection legislation into our analysis as defined by Addison and Teixeira (2003), a restriction on the employer's freedom to hire, use and relocate labor. In this regard, we note that the literature on labor legislation generally considers this legislation as a whole, ignoring relevant aspects of the legislation, such as the effects of temporary employment protection legislation. Furthermore, despite the importance of employment levels and investment for the economy, there is no consensus regarding the effects of labor legislation on labor investment intentions. For example, Cingano et al. (2010) suggest that employment protection legislation reduces labor investment, while Calcagnini et al. (2019) do not identify a direct relationship between employment protection legislation and employment, assigning any possible adverse effects of strict employment protection legislation to companies with limited performance, or in other words, to internal inefficiencies.

Regardless of the employment protection legislation costs and risks concerning layoffs, and the financial effects of underinvestment in labor, Ritter-Hayashi et al. (2020) point out that staff downsizing negatively impacts innovation. From an employee perspective, Berk et al. (2010) note that the employee tends to accept lower wages after being laid off due to outplacement efforts. The negative effects of staff downsizing on companies lead us to study how conservatism allows for more significant investment in labor and for which companies this effect is observable. They also lead us to propose an alternative measure to adopting reactive staff downsizing to avoid financial distress.

In this context, our main objective is to identify the company's internal and external factors that affect the level of labor investment and the effect that a low-leverage strategy

## I. Introduction

can have on labor investment. First, this study focuses on the main business factors that could affect the relationship between low leverage and labor investment. Second, we look at how the environment in which the company is established can define labor investment efficiency. More specifically, we analyze how various aspects of employment protection legislation can promote or control different inefficiencies in labor investment. Finally, we study how some corporate stances might affect labor investment efficiency. In other words, we observe how corporate social responsibility performance may affect labor efficiency. Specifically, this last analysis focuses on the conflict that can arise in any company when two tendencies may not be compatible. On the one hand, the company might invest in obtaining a good reputation as a responsible company towards society to achieve financial benefits related to an improved reputation and image. On the other hand, the company could pursue labor investment efficiency, which can harm its reputation as a good employer.

### **I.2 The Importance of Financial Flexibility for Employment at the Corporate Level**

Since Graham and Harvey (2001), financial flexibility is recognized as one of the most relevant aspects managers consider when making decisions regarding the company's capital structure. As a result, companies adopt low-leverage strategies to maintain the capacity to invest in labor. In this sense, we highlight the importance of the arguments of authors such as Benmelech et al. (2019), who argue that labor is difficult and expensive to finance due to its inability to generate collateral. We also consider that financial distress in a company may cause an exodus of talent in the face of uncertainty about the company's financial capabilities, as shown by the results of Baghai et al. (2021).

Regardless of the size and age of a company, Benmelech et al. (2019) assert that highly levered companies face more challenges to obtain credit, whereby labor, which we have previously argued is difficult to finance, may become an unviable investment. Falato



and Liang (2016) also relate a company's financial risk to the ability to maintain its workforce by identifying that companies tend to make substantial job cuts following a financial crisis after debt covenant violations.

Chlestos and Sintos (2021) state that many articles have related financial fragility to economic output but also indicate that there is no consensus on the definition of "financial fragility." These authors assume that financial fragility is related to uncertainty, credit risk, and lower growth in employment levels. In contrast, financial flexibility, by definition, is the ability to reallocate resources efficiently, reducing the effects of cash flow volatility and credit supply. In this sense, financial flexibility, as described by Denis (2011), can be defined as the ability of a company to protect itself against external threats. Therefore, adopting conservative policies that pursue greater financial flexibility becomes especially important when we look at the effects of limited access to credit. More specifically, García-Posada Gómez (2019) argues that credit-constrained companies invest less in fixed assets.

Although García-Posada Gómez (2019) has not identified a relationship between credit constraint and employment, our research posits how financial flexibility may affect the ability and intention to invest in labor. This argument is in line with other authors, such as Giroud and Mueller (2021), who relate leverage to the company's level of employment. These authors state that leverage increase is related to increases in employment level in the short term, but they also predict a reduction in the medium and long-term employment level. Quadrini and Sun (2018) support a position similar to that of Giroud and Mueller (2021) regarding the company's leverage level and employment. Specifically, these authors claim that companies use leverage as a source of bargaining power, using higher financial distress risk in order to gain bargaining power against unions. Specifically, they find that highly unionized companies have lower cash retention and higher leverage. We also extend this concept and observe which company characteristics lead to a more significant effect of financial flexibility on labor investment capacity.

## I. Introduction

Pagano and Pica (2012) describe how the U.S. labor market deteriorated during the crisis from 2007 to 2009 and its consequences for U.S. citizens. In their argument, they question the causality between financial development and employment. First, economic growth caused by financial development may be related to investment in capital-intensive technologies but not reflected in increased employment levels. Second, even considering that financial development affects the level of employment, this may occur in a more specific way. In this case, financial intermediaries can decide to whom they offer credit, being more selective in their reallocation of resources. Third, taking the financial crisis of 2007 to 2009 as an example, the authors argue that financial development can become a source of instability, incentivizing excessive risk-taking and aggravating the employment losses caused by the financial crisis.

Capital structure decisions have been a topic of interest to finance since the irrelevance proposition of Modigliani and Miller (1958) and since Graham and Harvey (2001) the financial flexibility has been considered one of the most important factors that determine capital structure decision. However, it is necessary to observe how different companies adopt different positions depending on their access to credit. Therefore, in the second chapter of this work, we highlight how financial flexibility affects open capital companies (such as corporations) versus limited capital companies (such as limited partnerships) and large companies versus small companies differently. In addition, companies with different legal forms behave differently regarding their capital structure and investment decisions. To Brav (2009) and Goyal et al. (2011), public companies are less credit-dependent than private companies. This independence from credit for publicly traded companies may be given by the ease of access to capital markets and the additional obligations to publicly report their financial data, the mandatory auditing, the need for corporate governance, and other regulatory requirements concerning the legal form. Campello et al. (2010) identify that public companies behave differently from private companies when faced with a financial crisis. Campello et al. (2011) also find that public

companies pay a lower interest spread to banks and that limited capital companies are twice as likely to suffer from credit supply rationing.

Regarding company size, Heshmati (2001) identifies that there is an ambiguous relationship between size and business growth. When analyzing growth in both the value of assets and the number of employees, Heshmati (2001) observes that there is a positive relationship between size and growth in the number of employees, while there is a negative relationship between size and growth in assets. In other words, although small companies find it easier to increase their assets (given that they are small), the smaller the company, the more difficult it becomes to hire new employees. Likewise, Graham et al. (2001) identifies that small companies use less sophisticated tools than large ones to evaluate investment projects. Aybar-Arias et al. (2012) highlight that small companies are more levered and exposed to the risk of bankruptcy than more prominent ones. More recently, Daskalakis et al. (2017) highlight the high debt dependence of small companies and the inability of smaller companies to provide collateral. Apart from the reliance on leverage, Kudliak and Sanchez (2017) argue that small companies adjust their debt levels to their targets slower than large ones.

According to Bai et al. (2018), younger companies benefit from better credit offers in more competitive environments in the banking market. From a credit supply perspective, Andrieu et al. (2018) show that credit supply is related to company size. Authors such as Higgins et al. (2021) or Mol-Gómez-Vázquez et al. (2022) highlight the extreme information asymmetry between financial intermediaries and smaller companies. Ultimately, the asymmetry of information and a hierarchy in the supply of credit means that small companies are highly dependent on credit supply and may suffer rationing of this supply more frequently than large companies. As an example of this phenomenon, Van Hoang et al. (2018) identify that small companies tend to use long-term credit to finance tangible assets; but during financial turmoil, these small companies discontinue their investments in tangible assets and enter what the authors call “survival mode.”

## I. Introduction

The study developed in the second chapter of this thesis verifies how financial flexibility can positively affect labor investment, avoiding staff downsizing. It also identifies that companies with limited capital and smaller size have a more significant relationship between lower leverage and greater capacity to maintain (or increase) the number of employees. We could not observe the same relationship for public companies. This result indicates that, for public companies, improved access to capital and reduced debt dependency limit the effects of financial flexibility on labor investment. Consequently, the literature concerning labor investment in public companies adopts the perspective of labor investment efficiency, starting from the work of Pinnuck and Lillis (2007) and following a growing trend of articles, including those of Jung et al. (2014) or Ben-Nasr and Alshwer (2016).

### **I.3 How Macroeconomic Factors Can Affect Labor Investment Efficiency**

Authors such as Cao and Rees (2020) observe that employee-friendly companies invested in labor more efficiently after the 2008 crisis, while the friendly treatment led to overinvestment during the 2008 crisis. Arestis et al. (2020) consider that the high rates of temporary employment in Europe result from the weight of sectors with high seasonality, such as tourism or construction, and also from an institutional context that allows the use of temporary contracts as a substitute for permanent contracts. This substitution effect in contracts has led Arestis et al. (2020) to consider that a greater rigidity in the legislation protecting temporary employment would stimulate the hiring of regular employees.

Focusing on the definition of employment protection, Addison and Teixeira (2003) describe it as restrictions on the employer's ability to use labor. Dewaelheyns et al. (2019) define it as the set of rules, generally established by the government, that limit the employer's ability to hire and fire employees without cost or delay. These added costs and limitations on free hiring and firing cause employment protection laws to be considered a double-edged sword in the literature. Many authors highlight the negative aspects, usually

linked to the economic effects of such legislation. Others, however, link it to the positive effects of employee bargaining power and social improvement.

From a social dimension, the costs associated with dismissal discourage companies from resorting to downsizing as a cost-cutting measure (Dewaelheyns et al., 2019). In line with this assertion, authors such as Doellgast et al. (2021), Pagano and Volpin (2005), and Simintzi et al. (2015) argue that these costs and employment protection limit the employer's bargaining power. From an economic point of view, Bentolila and Bertola (1990) argue that more restrictive firing costs affect firing policies in companies that are more likely to keep unproductive labor. For the authors, these higher firing costs motivate lower-performing or less satisfied employees not to seek other employment. However, Bentolila and Bertola (1990) do not find a correlation between employment protection legislation and employment itself, assigning lower employment investment levels to problems of company internal inefficiencies. More recently, and in line with the idea of the irrelevance of firing costs to the level of employment, the work of Arestis (2020) states that not only do labor rights not affect the level of employment, but that the only factor that defines employment is GDP.

In contrast, Besley and Burges (2004) relate higher levels of employee protection to lower productivity, employment, and investment in the formal manufacturing sector, while pointing to growth in the shadow economy and urban poverty. Fairhurst et al. (2020) argue that companies attempt to mitigate the cost of labor legislation through a more conservative fiscal stance. Vallanti and Gianfreda (2021) observe a substitution effect between formal and informal jobs under strict employment protection legislation, suggesting that the employer seeks to avoid excessive hiring and firing costs through informal hiring. Tran (2023) finds that companies in environments with stricter employment protection legislation invest less in innovation and development, indicating in part the relationship between employment protection legislation and investment decisions.

## I. Introduction

Dewaelheyns et al. (2019) argue that employment protection legislation affects both: leverage and its speed of adjustment. These authors also link higher employment protection costs to higher bankruptcy risks and higher levels of leverage. They also argue for a substitution effect whereby companies with greater flexibility in employment protection have access to higher debt targets. Roy (2021) argues that the rigidity of labor legislation is related to the higher import level of labor-intensive processed products, indicating a lower investment in maintaining the labor stock. Chlestos and Sintos (2021) also claim that more rigid labor markets lead to slower employment growth. In addition, Cingano et al. (2010) state that employment protection legislation harms employment levels, reducing the added value and capital per employee. For the latter authors, an environment with high employee protection could harm competitiveness, as companies have incentives to keep poorer-performing staff in order to avoid high firing costs.

From a financial point of view, Simintzi et al. (2015) argue that, by increasing employment protection legislation, the cost of financial distress increases for the same level of leverage, leading companies to reduce their level of leverage and, thus, the level of investment. Falato and Liang (2016) relate labor legislation to creditors' rights and the cost of credit, impacting the financing capacity of labor. Lee and Tran (2022) identify that the efficiency-enhancing effect of labor investment through board reforms is limited by employment protection legislation. Moreover, Chlestos and Sintos (2021) claim that restricted access to credit in a situation of financial fragility deteriorates the economic situation of employees, generating the search for social protection that culminates in pressure for greater rigidity in the labor market.

To observe how employment protection legislation may affect human capital investment decisions, we adopt the concept of labor investment efficiency, developed by Pinnuck and Lillis (2007), who look at deviations from optimal labor investment. This concept has since gained more importance. For example, Jung et al. (2014) identify that suboptimal hiring (firing) levels are related to lower future productivity. Taylor et al. (2019)

find that, at each standard deviation of inefficiency in labor investment, there is a 0.71% reduction in the company's effective tax rate. Furthermore, Taylor et al. (2019) relate inefficiencies in labor investment to higher tax evasion in companies, affecting their financial reporting quality, profitability, and market value. In a similar vein, Ghaly et al. (2020) stress the importance of maintaining optimal hiring levels, arguing that overinvestment in labor (caused by over-hiring or under-firing) can reduce productivity, while under-investment (caused by under-hiring or over-firing) is related to lagging company growth.

Labor investment inefficiencies are usually linked to agency problems. In this regard, Pagano and Volpin (2005) suggest that a manager with significant personal earnings and little stock tends to use overhiring employees and future salary commitment as a takeover defense, suggesting that inefficiencies in labor investment are closely related to agency problems. Overinvestment occurs when managers pursue an empire-building behavior by overhiring employees or keeping underperforming employees, resulting in underfiring (see Ghaly et al., 2020). In contrast, underinvestment occurs when the pressures of investors result in the overfiring of underperforming employees to achieve the company's financial objectives (see Ghaly et al., 2020). In addition, Lee and Mo (2020) argue that analyst coverage of the company is reflected in more efficient employment investment. Analysts are known to influence financial decisions through earnings predictions and stock recommendations. Lee and Mo (2020) attribute the improved efficiency in labor investment to a possible reduction in agency problems caused by the corporate governance role of analysts described by Cheng et al. (2014).

Ben Nasr and Alsher (2016) find that companies with a higher probability of informed trading (PIN) exhibit lower labor investment inefficiencies. Ben-Nasr and Alsher's (2016) argument is based on the fact that the stock price conveys information that the manager would not initially have access to. For example, the stock price could inform the

## I. Introduction

manager about growth opportunities, investment opportunities, and future demand for products and services.

In our study, we identify the effects of different aspects of employment protection legislation, estimating whether stricter protection promotes overinvestment as it ensures the effects of employment as an anti-takeover defense, as proposed by Pagano and Volpin (2005). These authors propose a series of arguments linking labor investment inefficiencies to agency problems or whether increased government oversight serves as a control tool, limiting inefficiencies in labor investment. We find that employment protection legislation exerts a controlling effect, reducing inefficiencies in labor investment. In the third chapter of this paper, we also find a substitution effect between regular employment protection legislation and temporary employment protection legislation. Finally, we link our results with the effects of imperfections in the manager-shareholder relationship.

### **I.4 How Corporate Social Responsibility Can Affect Labor Investment Efficiency**

In recent decades, corporate social responsibility has proven to be highly relevant to company value. Orlitzky et al. (2003) argue that reputation received from performance in corporate social responsibility investment and (to a lesser extent) environmental responsibility results in better financial performance for the company. Better financial performance has been confirmed by Adhikari (2016) and Kuo et al. (2021), while Pucheta-Martinez et al. (2022) shows that investment in corporate social responsibility increases companies' competitive advantage. Despite the arguments on financial, image and reputation enhancement, the effects of agency problems on corporate social responsibility are uncertain. Furthermore, the very motivation to invest in corporate social responsibility is ambiguous. Adhikari (2016) highlights two main reasons a manager invests in corporate social responsibility. The first reason is related to the previously documented long-term financial benefits, a better reputation, and an improved image for the company in a way that drives sales and customer loyalty. From this point of view, Kuo et al. (2021) indicate



that corporate social responsibility practices restrict the amount available for discretionary use, providing more transparent financial information. Pucheta-Martinez et al. (2022) confirms that corporate social responsibility efforts may indicate fewer agency problems. The second reason for adopting corporate social responsibility practices is the managers' interest in their personal image and reputation. From this point of view, Di Giuli and Kostovestky (2014) do not find a relationship between corporate social responsibility efforts and sales. Chintrakarn et al. (2021) also suggest that investments in corporate social responsibility could be motivated by agency problems, as they relate investment in corporate social responsibility during a financial crisis to managers' risk aversion.

Focusing on the possible effects of the social dimension of corporate social responsibility on labor investment efficiency, we can see indications in the recent literature that there is a relationship between the two factors. Lee and Tran (2022), for example, claim that the reforms in the company's board of directors improve labor investment efficiency, with greater effect in companies more concerned with their corporate social responsibility. In addition, according to Cao and Rees (2020), employee treatment policies have an important implication for talent retention and labor investment decisions. In this regard, Cao and Rees (2020) state that better employee treatment provides better labor investment, talent retention, and value creation. However, to our knowledge, there is no work that directly investigates corporate social responsibility efforts and labor investment efficiency.

In the fourth chapter of this thesis, we analyze corporate social responsibility from its more social dimension, focusing on its effect on labor investment efficiency. We also investigate a substitution effect between corporate social responsibility (voluntary) and commitment to employee protection legislation (mandatory). Our results indicate that investment in corporate social responsibility is related to greater overinvestment in labor. Investment in corporate social responsibility also contributes to reducing underinvestment in this type of capital. In the fourth chapter, we relate the effects of efforts in corporate

social responsibility to the agency mechanisms that are generally classified as responsible for inefficiencies in labor investment. More specifically, we observe that the improved reputation and image allows managers to overhire employees, also improving the managers' personal image and reputation as a good leader or employer. From a shareholder perspective, we observe that the improved image and reputation reduce the perception of agency problems, ultimately resulting in a lower labor underinvestment inefficiency.

### **I.5 Research Contributions**

In the following chapters, this study contributes to the research on business decisions in various ways. First, our research addresses the importance of adopting low-leverage strategies to increase labor investment capacity, contributing to both the financial flexibility literature, as well as decisions on a more conservative stance on capital structure, in line with research developed by authors such as Denis (2011), Graham and Harvey (2001), Ferrando et al. (2017), La Rocca et al. (2019), Lambrinouidakis et al. (2019) or Marchica and Mura (2010). We also contribute to the literature on the consequences of financial flexibility, such as Agha and Faff (2014) or Matsa (2018).

Additionally, this document contributes to the literature on labor investment efficiency, which is presented as highly relevant nowadays. In this regard, by identifying how sources of external risks contribute to labor investment inefficiencies, we contribute to the studies of Jung et al. (2014), Ben-Nasr and Alshwer (2016), and Cao and Rees (2020). We also advance the literature in this field by identifying how these risks might influence manager-shareholder relationships. Finally, referring to manager-shareholder relationships, we verify the effect of agency conflicts on changes in labor investment efficiency.

Another relevant contribution is made to research on the effects of regulation on investment decisions, such as that developed by Collischon et al. (2021) or King et al.

(2021). In this sense, we mainly contribute to the research on the effects of employment protection legislation. We identify how the economic effect of such legislation could affect the relationship between managers and shareholders. In addition, we identify how employment protection legislation can control inefficiencies in labor investment, and we also identify a substitution effect between permanent and temporary employment protection legislation.

Finally, we contribute to research concerning corporate social responsibility, such as the works of Adhikari (2016) and Kuo et al. (2021). In this aspect, we relate corporate social responsibility efforts to inefficiencies in labor investment, adding to the financial effects related to corporate social responsibility efforts described by Chatzopoulou et al. (2022), Chaudhary (2017), Onkila and Sarna (2022), or Raza et al. (2021).

Considering the arguments explained above, we formulate the thesis: “Both financial and non-financial sources of risk, internal (overleverage) and external (labor regulation), affect the corporate decision of labor investment (both staff size and investment efficiency).”

#### IV. What is the effect of the CSR on labor investment decisions? International evidence

# Chapter V

---

Final Remarks



## Final Remarks

### I.1 Conclusions

Recent events such as ‘the great resignation,’ job migrations, ‘talent wars’ (e.g., Gittleman, 2022; The Economist, 2021; The Economist, 2022; Wise et al.,2022) and the growing literature regarding employment and labor investment efficiency have shown the contemporaneity and relevance of the research on labor investment decisions for different kinds of companies in different environments. As highlighted in prior research, smaller private companies are the ones that struggle the most during financial turmoil. They have less access to credit and less capability of deleveraging or downsizing. Despite the relevance of small private companies to the economy, being 99% of European businesses, employing about 100 million people, and being responsible for more than half of Europe’s Gross Domestic Product, according to the European Commission (2020), most of the financial literature focuses on public companies. Our research shows that smaller private companies are the ones that benefit the most from a low-leverage strategy adoption in order to achieve financial flexibility critical to maintain labor investment.

This research starts by observing the importance of financial flexibility for labor investment and how it can impact labor investment in smaller private companies. The results from the second chapter show that public and larger companies, having better access to the capital market and credit limits, do not exhibit the same significant impact of financial flexibility on labor investment. Such results align with the accepted argument that smaller private companies are more debt-dependent than bigger ones, and in this sense, this study extends such dependence to the point that it conditions labor investment.

Public companies are less debt-dependent and could resort to debt to reduce the available cash for discretionary use. Consequently, financial flexibility is irrelevant to overall labor investment in this type of company. However, this document observes how internal and external factors can alter labor investment efficiency. In this sense, we have

## V. Final Remarks

extended the labor investment efficiency framework to observe this variable in an international context and produce empirical evidence that labor investment efficiency (of public companies) depends on agency costs and risk perception of both managers and shareholders.

In the third chapter of this thesis, we have shown how the different dimensions of employment protection legislation (general, temporary, and regular employment protection), as a source of external risk for the company, affect its labor investment efficiency. More specifically, employment protection legislation controls labor investment inefficiencies, primarily reducing underinvestment. Our research also reveals that the long-term relationship is relevant, as regular employment protection legislation shows the most significant results. In this vein, our empirical evidence aligns with the argument that regular employment contracts can act as an anti-takeover defense and thus stimulate overinvestment. Furthermore, the empirical evidence of the third chapter shows a substitution effect between regular and temporary employment protection legislation. In other words, temporary employment protection costs can turn an otherwise flexible and costless contract comparable to regular contracts. Specifically, we have observed that temporary employment protection acts like regular employment protection, leading to overinvestment.

From an agency cost perspective, we can argue that the results reflect managers' interest in pursuing empire-building behavior, absorbing risks related to hiring and firing personnel to improve the image and influence inside and outside the company. The results of the third chapter show that the agency problems influence labor investment inefficiencies critically. Such an effect led us to observe how sources of internal risks affect labor investment inefficiencies.

The results reported in the fourth chapter show that efforts in the social dimension of corporate social responsibility impact labor investment inefficiencies by reducing underinvestment and increasing overinvestment. We have examined whether engaging in



social responsibility activities reflects a more efficient (inefficient) labor investment. In addition, we have also analyzed whether the voluntary efforts to provide a safe workplace and a friendly relationship between employers and employees have a substitution effect on the mandatory social responsibility of employment protection legislation. Our analysis also suggested that, as financing labor is difficult and expensive, the improved financial performance related to corporate social responsibility could improve the capabilities of a company to invest in labor. This effect could be explained by the improvements in the company's image and reputation related to the efforts on corporate social responsibility. Our study also revealed a substitution effect between the mandatory employment protection legislation and the efforts in corporate social responsibility.

## **1.2 Implications**

The main findings presented in this document have important implications for both private and public companies. First, the empirical evidence on private companies highlights the importance of pursuing financial flexibility. It also shows how small private firms are debt-dependent and how this dependency can harm their growth or threaten their survival. In contrast, the lack of debt-dependency of public and more prominent companies may turn leverage into an agency conflict control mechanism. In this sense, pursuing financial flexibility is irrelevant to maintaining labor investment and staff size in larger, public companies.

For public companies, which can use more developed mechanisms to evaluate their investment (i.e., consider labor investment inefficiencies, share prices, etc.), the empirical evidence highlights how external sources of risk as employment protection legislation, can affect labor investment inefficiencies. By observing different dimensions of employment protection legislation, we have found that stringent regulation controls underinvestment and the higher financial risk related to it lead to more efficient labor investment by reducing underinvestment. Besides, we have shown that stringent

## V. Final Remarks

temporary employment protection legislation might turn temporary employment contracts comparable to regular employment contracts.

Furthermore, we find that the efforts on corporate social responsibility reduce underinvestment as it increases overinvestment, which can be one effect of the company's improved financial performance, image, and reputation. Finally, we have shown that the mandatory employment protection legislation substitutes the effect of voluntary corporate social responsibility on labor investment inefficiencies. Such findings bring many implications for managers, shareholders, and policymakers.

### ***1.2.1 Implications for Managers***

Managers can benefit from our findings given that our empirical evidence allows them to better understand the effects of external and internal sources of financial distress risk. In the second chapter, we show that private companies' managers should maintain financial flexibility to guarantee their labor investment levels. The second chapter also reveals that the relevance of financial flexibility to investment is related to debt dependence.

The third and fourth chapters of this study are useful to managers of public companies, which are less debt dependent and have better mechanisms for evaluating their investments. In this vein, we provide the managers of public companies with tools to evaluate labor investment decisions and better understand how changes in the regulatory environment can limit inefficiencies in labor investment. In addition, we show how the long-term relationship of regular contracts could induce overinvestment and motivate empire-building behavior. Finally, we show how efforts in corporate social responsibility can protect the company against underinvestment and how it could also lead to overinvestment.

### ***1.2.2 Implications for shareholders***

Focusing more specifically on public companies, which tend to have more manager-capital distance and, consequently, more agency problems between managers and shareholders, our findings provide better mechanisms to understand labor investment inefficiencies and to control managers' moral hazard.

We have shown that managers tend to pursue empire-building behavior. In this sense, we show how employment protection legislation, increasing the costs of hiring and firing, could motivate such behavior and how temporary employment protection could also affect such behavior by turning otherwise flexible contracts into contracts comparable to regular ones. Focusing on internal sources of risk, we have shown that efforts on the social dimension of corporate social responsibility can also generate a tendency to labor overinvestment and how the employment protection legislation can exert a moderation effect of such overinvestment.

### ***1.2.3 Implications for policymakers***

Despite focusing on corporate finance and investment decisions at a company level, our findings can provide policymakers with a better understanding of how different environments can alter labor investment decisions. And more importantly, taken into account a country-level scale, the different environments affect to the labor investment, hence policymakers will be able to undertake economic changes at country level that would facilitate or hinder labor investment. In this vein, we highlight the importance of corporate decisions on labor investment to employment at the country level and the effects of better employment levels on the economy of each country.

We highlight how smaller, private companies are more exposed to credit supply in order to maintain labor investment and ultimately to ensure smaller private company survival. This finding shows the need to consider the effect of economic aid on smaller and

## V. Final Remarks

bigger companies to invest the citizens' tax better to boost the local economy. We have also considered the effect of employment protection legislation in different dimensions, giving policymakers insights into which regulatory decisions could be taken to protect employees and simultaneously improve labor investment decisions. We also show how the safe environment perception caused by legislation can substitute the effects of voluntary corporate social responsibility.

Ultimately, we show that employment protection legislation entangles a great responsibility as temporary and regular employment legislation experience a substitution effect. In this sense, policymakers should consider the effects of legislation changes on investment decisions.

### **I.3 Limitations and Future Research**

This research addresses relevant and contemporary themes which are not fully disclosed and thus leads to a series of limitations that can be addressed in future research. Firstly, the second chapter only considers the effects of financial flexibility for Spanish companies and does not consider a cross-country impact. Besides, the effects of financial flexibility for labor investment in other countries can be disclosed in future papers, and both the model for financial flexibility and the results can be studied in an international framework in future research.

Furthermore, the effects of employment protection legislation have not still been disclosed in each industry or considering the different effects it could have on labor-intense companies versus capital-intense companies. In this sense, future research could be developed to better understand the different effects of employment protection legislation changes in different companies. Additionally, another research opportunity identified during the development of this document is to observe how different legislation changes can affect labor investment decisions.

There is no known proxy for labor investment inefficiencies that could be applied to private companies, which are 99% of the firms and responsible for 66% of labor contracts, according to European Commission (2020). In this vein, developing a method to evaluate both private and public companies' labor investment inefficiencies and how it could improve private companies' labor investment decisions would significantly impact most employers' decision-making process.

#### **I.4 Thesis**

In short, we conclude that agency conflicts highly impact labor investment. For private companies, agency conflict resolution between companies and creditors is essential to labor investment capacity. For public companies, agency conflicts between managers and shareholders are also relevant to define labor investment efficiencies. We have defined that smaller private companies, being more debt-dependent, are the ones that benefit the most from pursuing financial flexibility. We have also shown how internal and external sources of risk can affect labor investment efficiencies for public companies.

In light of the empirical evidence provided throughout this document, we can formulate the thesis tested in the present research piece as follows: *“Both financial and non-financial sources of risk, internal (overleverage) and external (labor regulation), affect the corporate decision of labor investment (both staff size and investment efficiency).”*

## V. Final Remarks

# References

---

- Adhikari, B. (2016). Causal effect of analyst following on corporate social responsibility. *Journal of Corporate Finance*, 41, 201–216.
- Addison, J. T., & Teixeira, P. (2003). The economics of employment protection. *Journal of Labor Research*, 24, 85–128. <https://doi.org/10.1007/s12122-003-1031-0>
- Agha, M. & Faff, R. (2014). An investigation of the asymmetric link between credit re-ratings and corporate financial decisions: “Flicking the switch” with financial flexibility. *Journal of Corporate Finance*, 29(1), 37–57. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.08.003>
- Alvarado-Herrera, A., Bigne, E., Aldas-Manzano, J. & Curras-Perez, R. (2017). A scale for measuring consumer perceptions of corporate social responsibility following sustainable development paradigm. *Journal of Business Ethics*, 140, 243-262. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2654-9>
- Anderton, R., Izquierdo, M., Childs, C., Gómez-Salvador, R., Jarvis, V., Kuttner, N., Lamo, A., Meyler, A., Momferatou, D., Serafini, R., & Magdalena, S. (2012). Euro area labour markets and the crisis. *European Central Bank Occasional Papers*, 1, 45–54.
- Andrieu, G., Staglianò, R., & van der Zwan, P. (2018). Bank debt and trade credit for SMEs in Europe: firm-, industry-, and country-level determinants. *Small Business Economics*, 51, 245–264. <https://doi.org/10.1007/s11187-017-9926-y>
- Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *Review of Economic Studies*, 58(2), 277–297.

## References

- Arestis, P., Ferreiro, J., & Gómez, C. (2020). Quality of employment and employment protection: Effects of employment protection on temporary and permanent employment. *Structural Change and Economic Dynamics*, 53, 180–188. <https://doi.org/10.1016/j.strueco.2020.02.008>
- Autor, D. H., Donohue, J. J. I., & Schwab, S. J. (2006). The costs of wrongful-discharge laws. *The Review of Economics and Statistics*, 88, 211–231.
- Aybar-Arias, C., Casino-Martínez, A., & López-Gracia, J. (2012). On the adjustment speed of SMEs to their optimal capital structure. *Small Business Economics*, 39(4), 977–996. <https://doi.org/10.1007/s11187-011-9327-6>
- Baghai, R., Silva, R., Thell, V., & Vig, V. (2021). Talent in distressed Firms: Investigating the labor costs of financial distress. *The Journal of Finance*. 76(6). 2907-2961. <https://doi.org/10.1111/jofi.13077>
- Bai, J., Carvalho, D., & Phillips, G. (2018). The impact of bank credit on labor reallocation and aggregate industry productivity. *The Journal of Finance*, 73(6). 2787-2836. <https://doi.org/10.1111/jofi.12726>
- Begenau, J., & Salomao, J. (2019). Firm financing over the business cycle. *Review of Financial Studies*, 32(4), 1235–1274. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhy099>
- Ben-Nasr, H., & Alshwer, A. A. (2016). Does stock price informativeness affect labor investment efficiency? *Journal of Corporate Finance*, 38, 249–271. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.01.012>
- Benmelech, E., Frydman, C., & Papanikolaou, D. (2019). Financial frictions and employment during the Great Depression. *Journal of Financial Economics*, 133(3), 541–563. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2019.02.005>



- Bentolila, S., & Bertola, G. (1990). Firing costs and labor demand: How bad is Eurosclerosis? *Review of Economic Studies*, 57(3), 381-402. <https://doi.org/10.2307/2298020>
- Berk, J. B., Stanton, R., & Zechner, J. (2010). Human capital, bankruptcy, and capital structure. *Journal of Finance*, 65(3), 891–926. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2010.01556.x>
- Besley, T., & Burgess, R. (2004). Can labor regulation hinder economic performance? Evidence from India. *Quarterly Journal of Economics*, 119, 91–134. <https://doi.org/10.1162/003355304772839533>
- Biddle, G. C., Hilary, G., & Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, 48, 112–131. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2009.09.001>
- Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 87(1), 115–143.
- Bonaimé, A. A., Hankins, K. W., & Harford, J. (2014). Financial flexibility, risk management, and payout choice. *Review of Financial Studies*, 27(4), 1074–1101. <https://doi.org/10.1093/rfs/hht045>
- Brancaccio, E., Garbellini, N., & Giammetti, R. (2018). Structural labour market reforms, GDP growth and the functional distribution of income. *Structural Change and Economic Dynamics*, 44, 34–45. <https://doi.org/10.1016/j.strueco.2017.09.001>
- Brav, O. (2009). Access to capital, capital structure, and the funding of the firm. *Journal of Finance*, 64(1), 263–308. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01434.x>
- Bravo-Biosca, A., Criscuolo, C., & Menon, C. (2016). What drives the dynamics of business growth? *Economic Policy*, 31, 703–742. <https://doi.org/10.1093/epolic/eiw013>

## References

- Bureau van Dijk. (2019, August). Amadeus users' guide. Retrieved January 25, 2020, from [https://help.bvdinfo.com/mergedProjects/64\\_ES/Home.htm](https://help.bvdinfo.com/mergedProjects/64_ES/Home.htm)
- Calcagnini, G., Giombini, G. & Travaglini, G (2019). A theoretical model of imperfect markets and investment. *Structural changes and Economic Dynamics*, 50, 237-244. <https://doi.org/10.1016/j.strueco.2019.07.005>
- Campello, M., Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2010). The real effects of financial constraints: Evidence from a financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 97(3), 470–487. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.02.00>
- Campello, M., Giambona, E., Graham, J. R. & Harvey, C. R. (2011). Liquidity management and corporate investment during a financial crisis. *The Review of Financial Studies*, 24(6), 1944–1979. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhq131>
- Campello, M., & Hackbarth, D. (2012). The firm-level multiplier. *Journal of Financial Intermediation*, 21(3), 446-472. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfi.2012.02.001>
- Cao, Z., & Rees, W. (2020). Do employee-friendly firms invest more efficiently? Evidence from labor investment efficiency. *Journal of Corporate Finance*, 65, 101744. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101744>
- Carroll, A. (1979). A three-dimensional conceptual model of corporate performance. *Academy of Management Review*, 4, 497-505.
- Casey, E., & O'Toole, C. M. (2014). Bank lending constraints, trade credit and alternative financing during the financial crisis: Evidence from European SMEs. *Journal of Corporate Finance*, 27(C), 173–193. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.05.001>
- Cevheroglu-Açar, M. G., Karahan, C. C., & Yilmaz, N. (2022). Is there an analyst (un)coverage premium? *Research in International Business and Finance*, 61, 101665. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2022.101665>

- Chang, H. Y., & Ma, C. A. (2019). Financial flexibility, managerial efficiency and firm life cycle on firm performance: An empirical analysis of Chinese listed firms. *Journal of Advances in Management Research*, 16(2), 168–180. <https://doi.org/10.1108/JAMR-06-2017-0072>
- Chatzopoulou, EC., Manolopoulos, D. & Agapitou, V. (2022) Corporate Social Responsibility and Employee Outcomes: Interrelations of External and Internal Orientations with Job Satisfaction and Organizational Commitment. *Journal of Business Ethics*, 179, 795–817. <https://doi.org/10.1007/s10551-021-04872-7>
- Chaudhary, R. (2017). CSR and turnover intentions: Examining the under-lying psychological mechanisms. *Social Responsibility Journal*, 13(3), 643–660.
- Cheng, Z., Mendolia, S., Paloyo, A. R., Savage, D. A., & Tani, M. (2021). Working parents, financial insecurity, and childcare: Mental health in the time of COVID-19 in the UK. *Review of Economics of the Household*, 19, 123–144. <https://doi.org/10.1007/s11150-020-09538-3>
- Chletsos, M., & Sintos, A. (2021). The effect of financial fragility on employment. *Economic Modelling*, 94, 104–120. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2020.09.017>
- Chen, X., Hansen, E. & Cai, J. (2022) Synthesizing and comparing the different effects between internal and external corporate social responsibility perceptions and organizational citizenship behavior: A need theory perspective. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 1-14. <https://doi.org/10.1002/csr.2438>
- Cheng, B., Ioannou, I. & Serafeim, G. (2014). Corporate Social Responsibility and Access to Finance. *Strategic Management Journal*, 35(1), 1–23. <https://doi-org.ezproxy.usal.es/10.1002/smj.2131>

## References

- Chintrakarn, P., Jiraporn, P., Sakr, S., & Lee, S. M. (2016). Do co-opted directors mitigate managerial myopia? Evidence from R&D investments. *Finance Research Letters*, 17, 285–289.
- Cingano, F., Leonardi, M., Messina, J., Pica, G., Pistaferri, L., & Wasmer, E. (2010). The effects of employment protection legislation and financial market imperfections on investment: evidence from a firm-level panel of EU countries. *Economic Policy*, 25, 117–163.
- Collischon, M., Cygan-Rehm, K., & Riphahn, R. T. (2021). Employment effects of payroll tax subsidies. *Small Business Economics*, 57, 1201–1219. <https://doi.org/10.1007/s11187-020-00344-w>
- Currás-Pérez, R., Dolz-Dolz, C., Miquel-Romero, M.J. & Sánchez-García, I. (2017). How social, environmental, and economic CSR affects consumer-perceived value: Does perceived consumer effectiveness make a difference? *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 25(5), 733-747. <https://doi.org/10.1002/csr.1490>
- Dhaliwal, D., Li, O., Tsang, A. & Yang, Y. (2011). Voluntary Non-financial Disclosure and Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting. *Accounting Review* 86(1), 59–100. <https://doi.org/10.2308/accr.00000005>
- Daskalakis, N., Balios, D., & Dalla, V. (2017). The behaviour of SMEs' capital structure determinants in different macroeconomic states. *Journal of Corporate Finance*, 46(C), 248–260. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.07.005>
- Denis, D. J. (2011). Financial flexibility and corporate liquidity. *Journal of Corporate Finance*, 17(3), 667–674. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.03.00>

- Dewaelheyns, N., Van Hulle, C., & Van Landuyt, Y. (2019). Employment protection and SME capital structure decisions. *Journal of Small Business Management*, 57(4), 1232–1251. <https://doi.org/10.1111/jsbm.12383>
- Di Giuli, A., & Kostovetsky, L. (2014). Are red or blue companies more likely to go green? Politics and corporate social responsibility. *Journal of Financial Economics*, 111, 158–180. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.10.002>
- Dlouhy, K., & Casper, A. (2020). Downsizing and surviving employees' engagement and strain: The role of job resources and job demands. *Human Resources Management*, 60(3), 435–454. <https://doi.org/10.1002/hrm.22032>
- Doellgast, V., Bidwell, M., & Colvin, A. J. S. (2021). New directions in employment relations theory: Understanding fragmentation, identity, and legitimacy. *ILR Review*, 74, 555–579. <https://doi.org/10.1177/0019793921993445>
- Du, S., Bhattacharya, C. B., & Sen, S. (2011). Corporate social responsibility and competitive advantage: Overcoming the trust barrier. *Management Science*, 57(9), 1528–1545.
- Ee, M. S., Hasan, I., & Huang, H. (2021). Stock liquidity and corporate labor investment. *Journal of Corporate Finance*, 72, 102142. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.102142>
- Fairhurst, D., Liu, Y., & Ni, X. (2020). Employment protection and tax aggressiveness: Evidence from wrongful discharge laws. *Journal of Banking and Finance*, 119, 105907. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2020.105907>
- Falato, A., & Liang, N. (2016). Do Creditor rights increase employment risk? Evidence from loan covenants. *Journal of Finance*, 71(6), 2545–2590. <https://doi.org/10.1111/jofi.12435>

## References

- Fazzari, S. M., Hubbard, R. G., & Petersen, B. C. (1988). Financing Constraints and Corporate Investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 1339–1350. <https://doi.org/10.1177/017084068800900203>
- Ferrando, A., Marchica, M. T., & Mura, R. (2017). Financial flexibility and investment ability across the Euro area and the UK. *European Financial Management*, 23(1), 87–126. <https://doi.org/10.1111/eufm.12091>
- Flannery, M. J., & Hankins, K. W. (2013). Estimating dynamic panel models in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*, 19(1), 1–19. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.09.00>
- Flannery, M. J., & Rangan, K. P. (2006). Partial adjustment toward target capital structures. *Journal of Financial Economics*, 79(3), 469–506. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.03.004>
- Ferreiro, J., & Gomez, C. (2021). Employment protection, employment and unemployment rates in European Union countries during the Great Recession. *Journal of Economic Policy Reform*. 25(3), 240-258 <https://doi.org/10.1080/17487870.2020.1855175>
- Fourati, Y & Dammak, M (2021). Corporate social responsibility and financial performance: International evidence of the mediating role of reputation. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(6), 1749-1759. <https://doi.org/10.1002/csr.2143>
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: Which factors are reliably important? *Financial Management*, 38(1), 1–37. <https://doi.org/10.1017/S0022109014000660>
- Froot, K. A., Perold, A. F., Stein, J. C., 1992. Shareholder trading practices and corporate investment horizons. *Journal of Applied Corporate Finance*. 5, 42–58

- Gamba, A., & Triantis, A. (2008). The value of financial flexibility. *Journal of Finance*, 63(5), 2263–2296. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01397.x>
- García-Posada Gomes, M (2019). Credit constraints, firm investment and employment: Evidence from survey data. *Journal of Banking and Finance*. 99. 121-141. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2018.11.016>
- Ghaly, M., Dang, V. A., & Stathopoulos, K. (2020). Institutional investors' horizons and corporate employment decisions. *Journal of Corporate Finance*, 64, 101634. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101634>
- Giroud, X. Mueller, H.M. (2021). Firm leverage and employment dynamics. *Journal of Financial Economics*. 142. 1381-1394. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.05.006>
- Gittleman, M. (2022). The “Great Resignation” in perspective, *Monthly Labor Review*, U.S. Bureau of Labor Statistics, <https://doi.org/10.21916/mlr.2022.20>
- Goyal, V. K., Nova, A., & Zanetti, L. (2011). Capital market access and financing of private firms. *International Review of Finance*, 11(2), 155–179. <https://doi.org/10.1111/j.1468-2443.2011.01131.x>
- Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60(2–3), 187–243. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00044-7](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00044-7)
- Grau, A., & Reig, A. 2021. Operating leverage and profitability of SMEs: Agri-food industry in Europe. *Small Business Economics*, 57(1), 221–242. <https://doi.org/10.1007/s11187-019-00294-y>
- Hanjani, A. & Kusumadewi, R (2022). Environmental performance and financial performance: Empirical evidence from Indonesian companies. *Corporate Social*

## References

*Responsibility and Environmental Management*, 1-6  
<https://doi.org/10.1002/csr.2433>

Hansen, L. P. (1982). Large sample properties of generalized method of moments estimators *Econometrica*, 50, 1029–1054.

Heil, M. (2020). How does finance influence labour market outcomes? A review of empirical studies. *Journal of Economic Studies*, 47(6), 1197-1232.  
<https://doi.org/10.1108/JES-03-2019-0147>

Heshmati, A. (2001). On the growth of micro and small firms: Evidence from Sweden. *Small Business Economics*. 17(3). 213-228.

Higgins, M. J., Lacombe, D. J., Stenard, B. S., & Young, A. T. (2021). Evaluating the effects of Small Business Administration lending on growth. *Small Business Economics*, 57(1), 23–45. <https://doi.org/10.1007/s11187-019-00291-1>

Huang, Q., Jiang, F., & Wu, S. Y. Jennifer. (2018). Does short-maturity debt discipline managers? Evidence from cash-rich firms' acquisition decisions. *Journal of Corporate Finance*, 53, 133–154. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.10.001>

Instituto Nacional de Estadística. (2020). Empresas por condición jurídica, actividad principal y extracto de asalariados. Retrieved January 25, 2021, from <https://www.ine.es/jaxiT3/Tabla.htm?t=297&L=0>

International Monetary Fund. (2021). Recovery during a pandemic: Health concerns, supply disruptions, and price pressures. *World Economic Outlook*. October .  
<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2021/10/12/world-economic-outlook-october-2021>

International Monetary Fund, European Department. (2020, November 13). Spain: 2020 Article IV consultation—Press release; staff report; and statement by the executive director for Spain (Country report no. 20/298). Retrieved January 25, 2021, from



<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2020/11/12/Spain-2020-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-Executive-49883>

Jung, B., Lee, W. J., & Weber, D. P. (2014). Financial reporting quality and labor investment efficiency. *Contemporary Accounting Research*, 31, 1047–1076.  
<https://doi.org/10.1111/1911-3846.12053>

Keasey, K., Martinez, B., & Pindado, J. (2015). Young family firms: Financing decisions and the willingness to dilute control. *Journal of Corporate Finance*, 34, 47–63.  
<https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.07.014>

Khedmati, M., Sualihu, M. A., & Yawson, A. (2019). CEO-director ties and labor investment efficiency. *Journal of Corporate Finance*, 65, 101492.  
<https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.101492>

Kim H., Rhou Y., Uysal M. & Kwon, N. (2017). An examination of the links between corporate social responsibility (CSR) and its internal consequences. *International Journal of Hospitality Management*, 61, 26-34.  
<https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2016.10.011>

King, T., Loncan, T., & Khan, Z. (2021). Investment, leverage and political risk: Evidence from project-level FDI. *Journal of Corporate Finance*, 67, 101873.  
<https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101873>

Kudlyak, M. & Sánchez, J. (2017) Revisiting the behavior of small and large firms during the 2008 financial crisis. *Journal of Economic Dynamics and Control*. 77. 48-69.  
<https://doi.org/10.1016/j.jedc.2017.01.017>

Kuo, Y.F., Lin, Y.M. & Chien, H.F. (2021) Corporate social responsibility, enterprise risk management, and real earnings management: Evidence from managerial confidence. *Finance Research Letters*, 41, 101805.  
<https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101805>

## References

- La Rocca, M., Staglianò, R., La Rocca, T., Cariola, A. & Skatova, E. (2019). Cash holdings and SME performance in Europe: The role of firm-specific and macroeconomic moderators. *Small Business Economics*, 53(4), 1051–1078. <https://doi.org/10.1007/s11187-018-0100-y>
- Lambrinoudakis, C., Skiadopoulos, G., & Gkionis, K. (2019). Capital structure and financial flexibility: Expectations of future shocks. *Journal of Banking and Finance*, 104, 1–18. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2019.03.016>
- Lee, K. Y. & Mo, K. (2020). Do analysts improve labor investment efficiency? *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, 16, 100213. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2020.100213>
- Lee, A. & Tran, T (2022). Corporate governance and labor investment efficiency: International evidence from board reforms. *Corporate Governance, an International Review*. 30(5), 555-583. <https://doi.org/10.1111/corg.12422>
- Lei, J., Qiu, J., & Wan, C (2018). Asset tangibility, cash holdings, and financial development. *Journal of Corporate Finance*, 50, 223-242. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.03.008>
- Levitt, T. (1958). The dangers of social responsibility. *Harvard Business Review*, 36(5) 148-185.
- Marchica, M. T., & Mura, R. (2010). Financial flexibility, investment ability, and firm value: Evidence from firms with spare debt capacity. *Financial Management*, 39(4), 1339–1365. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2010.01115.x>
- Matsa, D. (2018). Capital structure and firm's workforce. *Annual Review of Financial Economics*, 10, 387-412. <https://doi.org/10.1146/annurev-financial-110716-032519>

- Miguel, A., & Pindado, J. (2001). Determinants of capital structure: New evidence from Spanish panel data. *Journal of Corporate Finance*, 7(1),77-99. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(00\)00020-1](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(00)00020-1)
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*. 48(3) 261-297.
- Mol-Gómez-Vázquez, A., Hernández-Cánovas, G., & Koëter-Kant, J. (2022). Banking stability and borrower discouragement: A multilevel analysis for SMEs in the EU-28. *Small Business Economics*, 58(3), 1579–1593. <https://doi.org/10.1007/s11187-021-00457-w>
- Morais, F., Serrasqueiro, Z., & Ramalho, J. (2020). The zero-leverage phenomenon: A bivariate probit with partial observability approach. *Research in International Business and Finance*, 53, 101201. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2020.101201>
- Mory, L., Wirtz, B. & Göttel, V (2016). Factors of internal corporate social responsibility and the effect on organizational commitment. *International Journal of Human Resource Management*, 27(13), 1393-1425. <https://doi.org/10.1080/09585192.2015.1072103>
- Narayanan, M. P. 1985 . Managerial incentives for short-term results. *Journal of Finance*.40,1469–1484.
- Nguyen, H. T., Nguyen, H. M., Troege, M., & Nguyen, A. T. H. (2021). Debt aversion, education, and credit self-rationing in SMEs. *Small Business Economics*, 57(3), 1125–1143. <https://doi.org/10.1007/s11187-020-00329-9>
- Onkila, T. & Sarna, B. (2022). A systematic literature review on employee relations with CSR: State of art and future research agenda. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 29(2), 435-447.

## References

- Orlitzky, M., Schmidt, F., & Rynes, S. (2003). Corporate social and financial performance: A meta-analysis. *Organization Studies*, 24(3), 403-441.
- Pagano, M., & Pica, M. (2012). Finance and Employment. *Economic Policy*, 27(69) 7-55.
- Pagano, M., & Volpin, P. F. (2005). Managers, workers, and corporate control. *Journal of Finance*, 60, 841–868. <https://www.jstor.org/stable/3694769>
- Palacín-Sánchez, M. J., Canto-Cuevas, F. J., & di-Pietro, F. (2019). Trade credit versus bank credit: A simultaneous analysis in European SMEs. *Small Business Economics*, 53(4), 1079–1096. <https://doi.org/10.1007/s11187-018-0101-x>
- Pinnuck, M., & Lillis, A. M. (2007). Profits versus losses: Does reporting an accounting loss act as a heuristic trigger to exercise the abandonment option and divest employees? *The Accounting Review*, 82(4), 1031–1053. <https://doi.org/10.2308/accr.2007.82.4.1031>
- Porter, M. E. (1992). Capital choices: Changing the way america invests in industry. *Journal of Applied Corporate Finance*, 5(2) 4-16. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.1992.tb00485.x>
- Pucheta-Martinez, M., Bel-Oms, I. & Gallego-Álvarez, I. (2022). Corporate social responsibility reporting and capital structure: Does board gender diversity mind in such association? *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 1-13. <https://doi.org/10.1002/csr.2437>
- Quadrini, V., & Sun, Q. (2018). Credit and firm-level volatility of employment. *Journal of the European Economic Association*, 16(5), 1433–1475. <https://doi.org/10.1093/jeea/jvx039>
- Rahaman, M., Rau, P., & Al Zaman, A. (2020). The effect of supply chain power on bank financing. *Journal of Banking and Finance*, 114, 105801. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2020.105801>

- Rapp, M. S., Schmid, T., & Urban, D. (2014). The value of financial flexibility and corporate financial policy. *Journal of Corporate Finance*, 29, 288–302. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.08.00>
- Raza, A., Farrukh, M., Iqbal, M., Farhan, M. & Wu, Y (2021). Corporate social responsibility and employees' voluntary pro-environmental behavior: the role of organizational pride and employee engagement. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(3), 1104-1116. <https://doi.org/10.1002/csr.2109>
- Ritter-Hayashi, D., Knoben, J., & Vermeulen, P. A. M. (2020). Success belongs to the flexible firm: How labor flexibility can retain firm innovativeness in times of downsizing. *Long Range Planning*, 53(3), 101914. <https://doi.org/10.1016/j.lrp.2019.101914>
- Roy, J. (2021). The effect of employment protection legislation on international trade. *Economic Modelling*, 94, 221–234. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2020.10.004>
- Santos, A., & Cincera, M. (2022). Determinants of financing constraints. *Small Business Economics*, 58(3), 1427–1439. <https://doi.org/10.1007/s11187-021-00449-w>
- Semenova, N. (2023). The public effect of private sustainability reporting: Evidence from incident-based engagement strategy. *Journal of Business Ethics*, 182, 559-572
- Semenova, N. (2023). The public effect of private sustainability reporting: Evidence from incident-based engagement strategy. *Journal of Business Ethics*, 182, 559-572
- Serrasqueiro, Z., Nunes, P. M., & da Silva, J. V. (2016). The influence of age and size on family-owned firms' financing decisions: Empirical evidence using panel data. *Long Range Planning*, 49(6), 723–745. <https://doi.org/10.1016/j.lrp.2015.12.012>
- Simintzi, E., Vig, V., & Volpin, P. (2015). Labor protection and leverage. *Review of Financial Studies*, 28(2), 561–591. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhu053>

## References

- Stein, J.C. (1989). Efficient capital markets, inefficient firms: A model of myopic corporate behavior. *The Quarterly Journal of Economics*. 104(4). 655-669.  
<https://doi.org/10.2307/2937861>
- Strauss, D. (2022) UK bosses switch focus to training existing staff to fill workforce gaps. *Financial Times*. May 16. <https://www.ft.com/content/250870da-1a2a-4246-88ce-84219978f9f1>
- Stein, J.C., 1989. Efficient capital markets, inefficient firms: a model of myopic corporate behavior. *Quarterly Journal of Economics*. 104, 655–669.
- Strebulaev I., & Yang, B. (2013). The mystery of zero-leverage firms. *Journal of Financial Economics*, 109, 1–23.
- Tabash, M. I., Farooq, U., Ashfaq, K., & Tiwari, A. K. (2022). Economic policy uncertainty and financing structure: A new panel data evidence from selected Asian economies. *Research in International Business and Finance*, 60, 101574.  
<https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2021.101574>
- Taylor, G., Al-Hadi, A., Richardson, G., Alfarhan, U., & Al-Yahyaee, K. (2019). Is there a relation between labor investment inefficiency and corporate tax avoidance? *Economic Modelling*, 82, 185–201. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2019.01.006>
- The Economist, 2021. How to manage the great resignation. November 27th 2021.  
<https://www.economist.com/business/2021/11/27/how-to-manage-the-great-resignation>
- The Economist, 2022. Talent Wars. April 16th 2022. <https://www.economist.com/finance-and-economics/the-latest-industry-to-suffer-labour-shortages-investment-banking/21808714>

- Tran, Q. (2023). Employment protection legislation and R&D investment. *Research in International Business and Finance*, 64, 101811. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2022.101811>
- Ullman, A. A. (1985). Data in search of a theory: A critical Examination of the Relationship among social performance, social disclosure, and economic performance of U.S. Firms. *Academy of Management Review*, 10(3), 540–557
- Vallanti, G y Gianfreda G (2021) Informality, regulation and productivity: Do small firms escape EPL through shadow employment? *Small business economics*, 57(3), 1383-1412.
- Van Beurden, P. & Gössling, T. (2008). The worth of value – A literature review on the relation between corporate social responsibility and financial performance. *Journal of Business Ethics* 82(2), 407-424. <https://doi.org/0.1007/s10551-008-9894-x>
- Van Hoang, T. H., Gurău, C., Lahiani, A., & Seran, T-L. (2018). Do crises impact capital structure? A study of French micro-enterprises. *Small Business Economics*, 50(1), 181–199. <https://doi.org/10.1007/s11187-017-9899-x>
- Vega-Gutierrez, P. L., López-Iturriaga, F. J., & Rodriguez-Sanz, J. A. (2021). Labour market conditions and the corporate financing decision: A European analysis. *Research in International Business and Finance*, 58, 101431. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2021.101431>
- Wang, Z., & Zhang, C. (2021). Why Did the Investment-Cash Flow Sensitivity Decline over Time? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 56, 2272–2308. <https://doi.org/10.1017/S0022109020000617>
- Wise, P., Varvitsioti, E. & Kazmin, A. (2022). Europe's stretched tourist workforce struggles to meet surge in demand. *Financial Times*. July, 24. <https://www.ft.com/content/fae3e9f7-cb61-41fb-9bd5-0d5c75505a92>





# Apéndice A

---

Introducción



## Introducción

En este trabajo, estudiamos el impacto que tienen las decisiones empresariales en el empleo. También se argumenta la necesidad de analizar cómo los factores internos y externos a la empresa afectan a sus decisiones de inversión en mano de obra. Para nuestros análisis, nos centramos en la forma jurídica, el tamaño de la empresa y la responsabilidad social como factores internos que pueden afectar a este tipo de inversión. Como factores externos, consideramos la legislación de protección al trabajador en sus distintas dimensiones (protección al empleo temporal, protección al empleado con contrato indefinido y protección al empleo en general), siendo la tercera una combinación de distintos aspectos sobre la protección al empleado, además de incorporar restricciones al despido colectivo. A continuación, presentamos los principales motivos que justifican este trabajo de investigación. En concreto, documentamos la importancia de considerar la inversión en mano de obra y los factores que determinan el nivel y eficiencia de dicha inversión. A través de una revisión bibliográfica de los trabajos más estrechamente relacionados con el estudio realizado, se busca facilitar una visión general de la perspectiva con la cual este trabajo de investigación se ha llevado a cabo. En esta introducción, también se argumentará cuáles han sido los motivos que nos han llevado a extender y mejorar las investigaciones previas referentes a las decisiones de inversión y estructura de capital.

### **A.1. La Importancia de la Inversión en la Mano de Obra**

En la situación socioeconómica actual, hay una preocupación general por la capacidad de captar y mantener talento. Dicha preocupación excede a los eventos intracorporativos como la guerra por talentos (The Economist, 2022) o el ‘gran despido’ (Gittleman, 2022; The Economist, 2021). Los recientes cambios en el ambiente corporativo están afectando a sectores como el turismo, donde los resultados han sido limitados por la escasez de mano de obra. (Wise et al. 2022).

## A. Introducción

La investigación en relación con los niveles de inversión en mano de obra resulta relevante por la importancia de dicha inversión y la dificultad en su financiación. Para autores como Fairhurst et al. (2020) o Bai et al. (2020), el coste de la mano de obra es uno de los mayores costes de producción para la industria norteamericana. Adicionalmente, Ben-Nasr y Alshwer (2016) indican que la mano de obra es uno de los factores de producción más importantes. Trabajos relacionados con el tema de investigación de esta tesis, como el de Bai et al. (2018), también resaltan que la mano de obra es el factor central de producción. La inversión en mano de obra se hace especialmente relevante y de actualidad cuando vemos el argumento de Baghai et al. (2021), quienes defienden que, para la creación de valor en empresas contemporáneas, el capital humano es más importante que el capital físico, o más recientemente, Ee et al. (2022), que remarcan que la mano de obra es uno de los factores primordiales para la competitividad de la empresa.

Añadiendo relevancia a la importancia de la inversión en mano de obra, la contratación de empleados es un factor de riesgo para las empresas y el nivel de incertidumbre es un factor a considerar (Bentolila y Bertola, 1990). Graham y Harvey (2001) también mencionan que los directivos de las empresas buscan un nivel de endeudamiento inferior para proteger a la organización de fluctuaciones en las ventas y oferta de crédito. Esta flexibilidad financiera obtenida a través del bajo endeudamiento facilita la inversión en talento. De hecho, Benmelech (2019) identifica que la mano de obra es difícil de financiar ya que la simple contratación no produce ninguna herramienta que sirva como garantía. Centrándonos en la importancia de la capacidad financiera para la inversión en mano de obra, resaltamos desde una perspectiva más macroeconómica el trabajo de Chlestos y Sintos (2023), en el que se han relacionado la fragilidad financiera derivada de una desaceleración económica y la pérdida de capacidad de recuperar niveles de empleo después de una crisis financiera. Los autores también identifican que la fragilidad financiera (definida como mayor incertidumbre y riesgo de crédito) afecta

negativamente el crecimiento económico, reduciendo los niveles de empleo generales. Desde un punto de vista más microeconómico, a partir del trabajo seminal de Pinnuck y Lillis (2007), la literatura que centra su análisis en la desviación del nivel óptimo en la inversión en mano de obra ha ido ganando importancia. Ghaly et al. (2020), por ejemplo, remarca la importancia de mantener niveles de contratación óptimos, argumentando que la sobreinversión en mano de obra (causada por la sobre contratación o el infra despido) puede reducir la productividad, mientras que la infrainversión (causada por la infra contratación o el sobre despido) está relacionada con un crecimiento retardado de la empresa. En cuanto a la argumentación de las presiones provenientes de los inversores, puede hacer que los directivos abandonen oportunidades de inversión por sus preocupaciones por el valor de mercado de la empresa a corto plazo (Narayanan, 1985; Stein, 1989; Froot et al., 1992; Porter, 1992). Independientemente de la relevancia de las fricciones financieras y la importancia de la inversión en mano de obra, hay escasos trabajos dedicados a identificar las características que hacen a las empresas más o menos expuestas a riesgos financieros que a su vez pueden afectar a su capacidad de inversión en mano de obra.

Para introducir en nuestro análisis la legislación de protección al empleo, partimos de la definición de Addison y Teixeira (2003), que define la protección al empleo como una restricción a la libertad de contratación, utilización y recolocar de mano de obra por el empleador. A este respecto, observamos que la literatura referente a la legislación laboral considera esta legislación como un todo, por lo que habitualmente no se introducen en el análisis aspectos relevantes, como por ejemplo la legislación de protección al empleo temporal. A pesar de la importancia de la inversión en empleo y del nivel de empleo para la economía, no hay un consenso relativo a los efectos de la legislación laboral en las intenciones de inversión en mano de obra. Por ejemplo, Cingano et al. (2010) sugieren que la legislación de protección al empleo reduce la inversión en mano de obra. Por otro lado, Calcagnini et al. (2019) no identifican una relación directa

## A. Introducción

entre legislación de protección al empleo y empleo, asignando cualquier posible efecto negativo a las ineficiencias internas de la empresa.

Aparte de los costes y riesgos referentes al despido relacionados con la legislación de protección al empleo, y los efectos financieros de la infrainversión en mano de obra, Ritter-Hayashi et al. (2020) apuntan que la reducción del equipo impacta negativamente en la innovación. Desde una perspectiva del empleado, Berk et al. (2010) observan que una vez despedidos, como consecuencia de los esfuerzos para su recolocación profesional, el empleado tiende a aceptar menores sueldos. Los efectos negativos de la reducción de la mano de obra en las empresas nos llevan a estudiar cómo el conservadurismo permite una mayor inversión en mano de obra y para qué empresas este efecto es observable. También nos llevan a proponer una medida alternativa a la reducción de personal.

En este contexto, nuestro objetivo principal es identificar los factores internos y externos a la empresa que afectan tanto el nivel de inversión en mano de obra como al efecto que la estrategia de bajo endeudamiento puede tener en la inversión en mano de obra. En este estudio, nos centramos en los principales factores empresariales que podrían afectar a la relación entre bajo endeudamiento e inversión en mano de obra. En segundo lugar, observamos cómo el ambiente en el cual la empresa se establece puede definir la eficiencia en la inversión en mano de obra. Más concretamente, analizamos cómo diversos aspectos de la legislación de protección al empleo pueden promover o controlar distintas ineficiencias en la inversión en mano de obra. Por último, estudiamos cómo algunas posturas corporativas podrían afectar a la eficiencia en la inversión en mano de obra. Finalmente, observamos cómo la performance de la responsabilidad social corporativa puede afectar a la eficiencia en la mano de obra. En concreto, este último análisis se centra en el conflicto que en toda empresa puede surgir al existir dos tendencias que pueden no ser compatibles. Por una parte, la empresa necesita invertir para obtener una buena reputación como empresa responsable hacia la sociedad y, de

otra parte, la empresa debe buscar eficiencia en sus inversiones, aunque esto afecte a su reputación como buena empleadora.

## **A.2. La Importancia de la Flexibilidad Financiera para el Empleo a Nivel**

### **Corporativo**

Desde Graham y Harvey (2001), se reconoce la flexibilidad financiera como uno de los aspectos más importantes que los directivos consideran al tomar decisiones en relación con la estructura de capital de la empresa. Las empresas adoptan estrategias de bajo endeudamiento para mantener la capacidad de inversión en mano de obra. En este sentido, resaltamos la importancia de las argumentaciones de autores como Benmelech et al. (2019), que defienden que la mano de obra es financiada con dificultades por su incapacidad de generar garantías para dicha financiación. También consideramos que las dificultades financieras en una empresa pueden ocasionar un éxodo del talento frente a la incertidumbre de las capacidades financieras de la empresa, como ponen de manifiesto los resultados de Baghai et al (2021).

Independientemente de la previsibilidad de su flujo de caja, Benmelech et al. (2019) afirman que las empresas altamente endeudadas tienen mayores dificultades para obtener crédito, por lo cual la mano de obra, sobre la cual hemos argumentado previamente que es difícil de financiar, puede convertirse en una inversión inviable. Falato y Liang (2016) también relacionan el riesgo financiero de una empresa con la capacidad de mantener su personal al identificar que las empresas, en coordinación con sus acreedores, tienden a realizar recortes de empleo sustanciales tras una crisis financiera.

Chlestos y Sintos (2023) afirman que muchos artículos han relacionado la fragilidad financiera con la producción económica, pero también indican que no hay consenso en la definición del término “fragilidad financiera”. Estos autores asumen que la fragilidad financiera está relacionada con la incertidumbre y riesgo de crédito, así como con un menor crecimiento de niveles de empleo. En contrapartida, la flexibilidad

## A. Introducción

financiera, por definición, es la capacidad de recolocar recursos de manera eficiente, reduciendo los efectos de la volatilidad del flujo de caja y oferta de crédito. En este sentido, la flexibilidad financiera, tal y como la describe Denis (2011), puede ser definida como la habilidad de una empresa para protegerse frente a amenazas externas. Por consiguiente, adoptar políticas conservadoras que persigan una mayor flexibilidad financiera se hace especialmente importante cuando observamos los efectos del acceso limitado al crédito. Más específicamente, García-Posada Gómez (2019) afirma que las empresas con restricción al crédito invierten menos en activos fijos.

Aunque García-Posada Gómez (2019) no haya identificado en su trabajo, basado en una encuesta, una relación entre la restricción crediticia y el empleo, nuestro trabajo plantea cómo la flexibilidad financiera puede afectar la capacidad e intención de invertir en mano de obra, en línea con otros autores, como Giroud y Mueller (2021), que relacionan el endeudamiento con el nivel de empleo de la empresa. En este sentido, estos autores afirman que el incremento del nivel de endeudamiento está relacionado con el incremento del nivel de empleo en el corto plazo, pero también predicen una reducción en el nivel de empleo para el medio y largo plazo. Quadrini y Sun (2018) sustentan una posición similar a la de Giroud y Mueller (2021) en relación con el nivel de endeudamiento y empleo en la empresa. En concreto, estos autores afirman que las empresas utilizan el endeudamiento como fuente de poder de negociación, utilizando una menor salud financiera con el fin de ganar poder de negociación con los sindicatos. Concretamente, se verifica que las empresas altamente sindicalizadas tienen menor nivel de retención de caja y mayor endeudamiento. También extendemos este concepto y observamos cuáles son las características de las empresas que llevan a un mayor efecto de la flexibilidad financiera en la capacidad de inversión en mano de obra.

Pagano y Pica (2012) describen cómo se ha deteriorado el mercado laboral norteamericano durante la crisis de 2007 a 2009 y sus consecuencias para el ciudadano estadounidense. En su argumentación, se cuestiona la causalidad entre desarrollo



financiero y empleo de la siguiente forma. En primer lugar, el crecimiento económico causado por el desarrollo financiero puede relacionarse con la inversión en tecnologías intensivas en capital, no reflejándose así en el incremento de los niveles de empleo. En segundo lugar, aun considerando que el desarrollo financiero afecte a incrementos en el nivel de empleo, esto puede ocurrir de manera más específica. En este caso, los intermediarios financieros pueden decidir a quién ofrecer crédito, siendo más selectivos en su recolocación de recursos. En tercer lugar, tomando como ejemplo la crisis financiera de 2007 a 2009, los autores argumentan que el desarrollo financiero puede convertirse en una fuente de inestabilidad, incentivando la toma de excesivos riesgos y, consecuentemente, agravando la pérdida de empleo causada por la crisis financiera.

Las decisiones de estructura de capital es un tema de interés para las finanzas desde la proposición de irrelevancia de Modigliani y Miller (1958). Myers y Majluf (1984) relacionan la asimetría de la información con las decisiones de financiación de las empresas y sugieren que hay una “jerarquía financiera” por la cual las empresas definen su estructura de capital. Fazzari et al. (1988) atribuyen las limitaciones en la oferta de crédito a dichas asimetrías de información, argumentando que las decisiones de financiación dependen de las imperfecciones del mercado. Graham y Harvey (2001) identifican a través de una encuesta qué directivos persiguen un bajo nivel de endeudamiento para proteger a las empresas frente a oscilaciones en el flujo de caja o en la oferta de crédito. Hennesy y Whited (2005) proponen que el endeudamiento sigue un camino y la estructura de capital debe ser estimada de forma dinámica, introduciendo así la teoría del *trade off* dinámico, donde, en contrapartida al *trade off* estático y en consonancia con los efectos observados por Graham (2000), la rentabilidad de la empresa es inversamente proporcional al nivel de endeudamiento.

También se hace necesario observar cómo distintas empresas adoptan posturas diferentes según su acceso al crédito. Por ello, en el segundo capítulo de este documento, resaltamos cómo la flexibilidad financiera afecta de forma distinta a empresas de capital

## A. Introducción

abierto (como son las sociedades anónimas) frente a empresas de capital limitado (como son las sociedades limitadas) y a grandes empresas frente a pequeñas. Las empresas con distinta forma jurídica se comportan de modo diferente en cuanto a sus decisiones de estructura de capital e inversiones. Para Brav et al. (2009) o Goyal et al. (2011) las empresas de capital abierto son menos dependientes del crédito que las empresas de responsabilidad limitada. Esta independencia del crédito para empresas de capital abierto se puede dar por la facilidad de acceso a mercados de capital y las obligaciones adicionales de informar públicamente sobre sus datos financieros, la necesidad de auditoría, la necesidad de un gobierno corporativo y otras exigencias regulatorias referentes a la forma jurídica. Campello et al. (2010) identifican que las empresas de capital abierto se comportan de manera distinta a las empresas de capital limitado cuando se enfrentan a una crisis financiera. Campello et al. (2011) también detectan que las empresas de capital abierto pagan un menor diferencial de intereses a los bancos y que las empresas de capital limitado son dos veces más propensas a sufrir con racionamiento en la oferta de crédito.

Con respecto al tamaño de la empresa, Heshmati (2001) identifica que hay una relación ambigua entre tamaño y crecimiento del negocio. Al analizar el crecimiento tanto en el valor de los activos como en el número de empleados, Heshmati (2001) observa que hay una relación positiva entre el tamaño y el crecimiento del número de empleados, mientras que existe una relación negativa entre el tamaño y el crecimiento de los activos. Es decir, aunque la pequeña empresa tenga mayor facilidad de incrementar sus activos (dado que son pocos) cuanto menor sea la empresa, más difícil se hace la contratación de nuevos empleados. Asimismo, Graham (2001) identifica que las empresas pequeñas utilizan herramientas menos sofisticadas que las grandes para evaluar los proyectos de inversión. Aybar Arias et al. (2012) resaltan que las empresas pequeñas están más endeudadas que las empresas grandes y más expuestas al riesgo de quiebra. Más recientemente, Daskalakis et al. (2017) resaltan la alta dependencia del endeudamiento

de las pequeñas empresas y la incapacidad de empresas menores de ofrecer garantías. A parte de la dependencia del endeudamiento, Kudliak y Sánchez (2017) argumentan que las pequeñas empresas ajustan sus niveles de endeudamiento a sus objetivos de forma más lenta que las grandes. .

Según Bai et al. (2018), las empresas más jóvenes se benefician de mejores ofertas de crédito en ambientes de mayor competitividad en el mercado bancario. Siguiendo con la perspectiva de la oferta de crédito, Andrieu et al. (2018) demuestran que la oferta de crédito está relacionada con el tamaño de la empresa. Autores como Higgins et al. (2021) o Mol-Gómez-Vázquez et al. (2022) resaltan la extremada asimetría de la información entre intermediarios financieros y empresas más pequeñas. Finalmente, la asimetría de la información y una jerarquización en la oferta de crédito hacen que las pequeñas empresas queden a merced de la oferta de crédito, pudiendo sufrir racionamiento de dicha oferta de modo más frecuente que las grandes empresas. Como ejemplo de este fenómeno, Van Hoang et al. (2018) identifican que las pequeñas empresas tienden a utilizar crédito de largo plazo para financiar activos tangibles, pero durante la crisis financiera estas pequeñas empresas interrumpen sus inversiones en activos tangibles y entran en lo que los autores llaman “modo de supervivencia”.

El estudio desarrollado en el segundo capítulo de esta tesis verifica cómo la flexibilidad financiera puede afectar positivamente a la inversión en mano de obra, evitando la reducción del número de empleados. También se identifica que las empresas de capital limitado y de menor tamaño son las que tienen una mayor relación entre un menor endeudamiento y mayor capacidad de mantener (o incrementar) el número de empleados. Esta relación entre endeudamiento e inversión en capital humano no se verifica en este trabajo para las empresas de capital abierto. Este resultado indica que, para las empresas de capital abierto, la facilidad de acceso a capital puede ser un factor determinante de la inversión en mano de obra. Consecuentemente, la literatura referente a la inversión en mano de obra en empresas de capital abierto se hace desde la

## A. Introducción

perspectiva de la eficiencia en la inversión en mano de obra, a partir del trabajo de Pinnuck y Lillis (2007) y siguiendo una tendencia creciente de artículos que incluyen los de Jung et al. (2014) o Ben-Nasr y Alshwer (2016).

### **A.3. Cómo los Factores Macroeconómicos Pueden Afectar a la Eficiencia en la Inversión en Mano de Obra**

Autores como Cao y Rees (2020) observan que el trato amistoso hacia empleados ha proporcionado una inversión en la mano de obra más eficiente después de la crisis de 2008, mientras que el mismo posicionamiento produce una sobre inversión durante la crisis de 2008. Arestis et al. (2020) consideran que las altas tasas de temporalidad laboral en Europa son fruto del peso de sectores con alta estacionalidad como el turismo o la construcción y, también, de una estructura institucional que permite el uso de contratos temporales como sustitución de contratos indefinidos. Este efecto de sustitución en los contratos ha llevado a Arestis et al. (2020) a considerar que una mayor rigidez en la legislación de protección al empleo temporal estimularía un mayor número de empleados de contrato indefinido.

Centrándonos en la definición de protección al empleo, Addison y Teixeira (2003) la describen como las restricciones en la habilidad del empleador para utilizar la mano de obra. Dewaelheyns et al. (2019) la definen como el conjunto de reglas generalmente de origen gubernamental que limitan la capacidad del empleador para contratar y despedir empleados sin costes o retrasos. Estos costes añadidos y limitación en la libre contratación y despido hacen que las leyes de protección al empleo sean consideradas como una espada de doble filo en la literatura. Muchos autores resaltan los puntos negativos, generalmente vinculados a los efectos económicos de dicha legislación. Otros, sin embargo, la vinculan a efectos positivos de poder de negociación del empleado y la mejora social.

Desde el aspecto social, los costes asociados con el despido desmotivan a las empresas a recurrir a la reducción de la plantilla como una medida para recortar costes (Dewaelheyns et al., 2019). En línea con esta afirmación, autores como Doellgast et al. (2021), Pagano y Volpin (2005) o Simintzi et al. (2015) argumentan que estos costes y la protección al empleo limitan el poder de negociación del empleador. Desde el punto de vista económico, Bentolila y Bertola (1990) afirman que costes más restrictivos de despido afectan a políticas de despido en empresas que son más propensas a mantener mano de obra improductiva. Para los autores, estos mayores costes de despido motivan a empleados de menor performance o menos satisfechos con su posición a no buscar otro empleo. Sin embargo, aunque el trabajo de Bentolila y Bertola (1990) documente impactos en los resultados de la empresa, no identifica una correlación de los costes de despido con el nivel de empleo, sino que el efecto sobre el nivel de empleo se da por problemas en la optimización de la empresa. Más recientemente, y en consonancia con la idea de irrelevancia del coste de los despidos para el nivel de empleo, el trabajo de Arestis (2020) afirma que los derechos laborales no sólo no afectan el nivel de empleo, sino que el único factor que define el empleo es el PIB. Por el contrario, Besley y Burges (2004) relacionan mayores niveles de protección al empleado con menor productividad, empleo e inversión en el sector manufacturero formal, mientras que percibe el crecimiento de la economía sumergida y la pobreza urbana. Fairhurst et al. (2020) argumentan que las empresas intentan mitigar el coste de la legislación laboral a través de una posición fiscal más conservadora. Vallanti y Gianfreda (2021) observan un efecto de sustitución entre empleos formales y empleos informales bajo una legislación de protección al empleo estricta, sugiriendo que el empleador busca evitar los costes excesivos de contratación y despido a través de la contratación informal. Tran (2023) observa que las empresas en ambientes con una legislación más estricta de protección al empleo invierten menos en innovación y desarrollo, lo que indica en parte la relación de la legislación de protección al empleo y las decisiones de inversión.

## A. Introducción

Dewaelheyns et al. (2019) argumentan que la legislación de protección al empleo afecta a ambos: al endeudamiento y a la velocidad de ajuste del endeudamiento. Estos autores también vinculan los altos costes de protección al empleo con mayores riesgos de quiebra y mayores niveles de endeudamiento. También argumentan un efecto de sustitución según el cual las empresas con mayor flexibilidad en la protección al empleo acceden a mayores objetivos de endeudamiento. Roy (2021) afirma que la rigidez de la legislación laboral está relacionada con la importación de productos elaborados intensivos en mano de obra, indicando una menor inversión en el mantenimiento del stock de mano de obra. Chlesto y Sintos (2023) también afirman que, en mercados laborales más rígidos, el crecimiento del empleo se ralentiza. Para Cingano et al. (2010), la legislación de protección al empleo ejerce un efecto negativo en el empleo, reduciendo el valor añadido y capital por empleado. Para estos últimos autores, un ambiente con una elevada protección al empleado podría dañar a la competitividad, ya que las empresas tienen incentivos para mantener personal con peor resultados con el fin de evitar los costes excesivos de despido.

Desde un punto de vista más financiero, Simintzi et al. (2015) alegan que, al incrementar la legislación de protección al empleo, el coste de las dificultades financieras aumenta para el mismo nivel de endeudamiento, lo que lleva a las empresas a reducir su nivel de endeudamiento y, por lo tanto, el nivel de inversión. Falato y Liang (2016) relacionan la legislación laboral con los derechos de los acreedores y el precio del crédito, impactando en la capacidad de financiación de la mano de obra. Lee y Tran (2022) identifican que el efecto de mejoría en la eficiencia en la inversión en mano de obra a través de reformas en el consejo de administración de las empresas resulta limitado por la legislación de protección al empleo. Para Chlesto y Sintos (2023), el acceso restringido al crédito en una situación de fragilidad financiera deteriora la situación económica de los empleados, generando la búsqueda de protección social que culmina en presión por mayor rigidez en el mercado laboral.

Para observar cómo la legislación de protección al empleo puede afectar a las decisiones de inversión en capital humano, adoptamos el concepto de eficiencia en la inversión de mano de obra, desarrollado por Pinnuck y Lillis (2007), que observan las desviaciones de la inversión óptima en mano de obra. Este concepto ha adquirido mayor importancia desde entonces. Jung et al (2014), por ejemplo, identifican que los niveles de contratación (despido) subóptimos están relacionados con niveles de productividad futuros inferiores. Taylor et al. (2019) observan que, a cada desviación estándar de la ineficiencia en la inversión en mano de obra, hay una reducción de 0.71% en la tasa impositiva efectiva de la empresa. Además, Taylor et al. (2019) relacionan las ineficiencias en la inversión en mano de obra con mayor evasión fiscal en las empresas, afectando a la calidad de sus informes financieros, rentabilidad y valor de mercado. Ghaly et al. (2020), en consonancia, remarcan la importancia de mantener niveles de contratación óptimos, argumentando que la sobreinversión en mano de obra (causada por la sobre contratación o el infra despido) puede reducir la productividad, mientras que la infra inversión (causada por la infra contratación o el sobre despido) está relacionada con un crecimiento retardado de la empresa.

La eficiencia en la inversión financiera está generalmente vinculada con problemas de agencia. En este sentido, Pagano y Volpin (2005) sugieren que un directivo que tiene grandes ganancias personales y pocas acciones tiende a utilizar una sobrecontratación de empleados y el compromiso con sueldos futuros como defensa contra la adquisición de la empresa. Esto sugiere que las ineficiencias en la inversión en mano de obra están estrechamente relacionadas con los problemas de agencia. Para Ghaly et al. (2020), por ejemplo, la sobreinversión ocurre cuando el directivo actúa en favor de sus intereses personales sobrecontratando empleados para conseguir unas esferas de influencia en la empresa. La infra inversión para Ghaly et al. (2020) ocurre cuando las presiones de los inversores se traducen en un sobre despido de los empleados con baja performance para alcanzar los objetivos financieros de la empresa. Para Lee y Mo (2020), una mayor

## A. Introducción

cobertura de la empresa por parte de los analistas se refleja en una inversión en el empleo más eficiente. Los analistas son conocidos por influir en las decisiones financieras a través de predicciones de beneficios y recomendaciones de acciones. Lee y Mo (2020) atribuyen la mejor eficiencia en la inversión en mano de obra a una posible reducción de los problemas de agencia causados por el papel de gobierno corporativo de los analistas descrito por Cheng et al. (2015).

Ben Nasr y Alsher (2016) identifican que las empresas con mayor probabilidad de negociación informada (PIN) presentan menores niveles de ineficiencia en la inversión en mano de obra. El argumento de Ben-Nasr y Alsher (2016) se basa en que el precio de las acciones posee información a la que en un principio el directivo no tendría acceso. Por ejemplo, el precio de las acciones podría informar al directivo con respecto a la oportunidad de crecimiento, de inversión y demanda futura de los productos y servicios.

En nuestro estudio, se identifican los efectos de distintos aspectos de la legislación de protección al empleo, estimando si la protección más estricta beneficia a las intenciones de defensa contra adquisiciones propuesta por Pagano y Volpin (2005) y que genera una serie de argumentos vinculando las ineficiencias de la inversión en mano de obra a problemas de agencia o, si la mayor supervisión gubernamental sirve como una herramienta de control, limitando las ineficiencias en la inversión en mano de obra. Observamos que la legislación de protección al empleo ejerce un efecto de control, reduciendo las ineficiencias en la inversión en mano de obra. En el tercer capítulo de este documento, también se detecta un efecto de sustitución entre la legislación de protección al empleo indefinido y la legislación de protección al empleo temporal. Asociamos nuestros resultados a los efectos de las imperfecciones en la relación entre directivo y accionista.



#### **A.4. Cómo la Responsabilidad Social Corporativa Puede Afectar a la Eficiencia en la Inversión en Mano De Obra.**

En las últimas décadas, la responsabilidad social corporativa se ha demostrado altamente relevante para el valor de la empresa. Para Orlitzky et al. (2003), la reputación recibida de la performance en la inversión en responsabilidad social corporativa y (en menor medida) la responsabilidad ambiental, resultan en una mejor performance financiera para la empresa. Los mejores resultados financieros han sido confirmados por Adhikari (2016) y Kuo et al. (2021). Para Pucheta-Martínez et al. (2022), la inversión en responsabilidad social corporativa incrementa la ventaja competitiva de las empresas. El concepto de mejora se basa en la idea de que las empresas aparte de las ventajas financieras en la inversión en responsabilidad social corporativa, sus efectos a los problemas de la agencia son inciertos. La propia motivación para invertir en responsabilidad social corporativa es ambigua. Adhikari (2016) destaca dos principales razones por las cuales un directivo decidiría invertir en responsabilidad social corporativa. La primera es el beneficio financiero a largo plazo; obtener mejor reputación e imagen para la empresa de modo que impulse las ventas y la fidelidad de los clientes. Desde este punto de vista, Kuo et al (2021) indican que las prácticas de responsabilidad social corporativa restringen el importe disponible para uso discrecional, proporcionando información financiera más transparente. Martínez (2022) confirma que los esfuerzos en responsabilidad social corporativa pueden indicar menos problemas de agencia. La segunda razón por la cual adoptar prácticas de responsabilidad social corporativa es el interés personal del directivo en su imagen y reputación personales. Desde este punto de vista, Di Giuli y Kostovestky (2014) no encuentran una relación entre esfuerzos de responsabilidad social corporativa y las ventas. Chintrakarn et al. (2021) también sugieren que las inversiones en responsabilidad social corporativa podrían estar motivadas por problemas de agencia, ya que relacionan la inversión en responsabilidad social corporativa durante una crisis financiera con la aversión al riesgo de los directivos.

## A. Introducción

Centrándonos en los posibles efectos de la dimensión social de la responsabilidad social corporativa sobre la eficiencia en la inversión en mano de obra, podemos ver en la literatura reciente indicios de que hay una relación entre ambos factores. Para Lee y Tran (2022), por ejemplo, las reformas en el consejo de administración de la empresa mejoran la eficiencia en la inversión en la mano de obra, con mayor efecto en empresas más preocupadas con su responsabilidad social corporativa. Para Cao y Rees (2020) las políticas de tratamiento al empleado tienen una implicación importante para las decisiones de recolocación de recursos y empleo. En este sentido, Cao y Rees (2020) afirman que un mejor tratamiento del empleado proporciona una mejor inversión en mano de obra, retención de talento y creación de valor. Sin embargo, no hay ningún trabajo que investigue directamente los esfuerzos en responsabilidad social corporativa y la eficiencia en la inversión en mano de obra.

En el cuarto capítulo de esta tesis, analizamos la responsabilidad social de las empresas desde su dimensión más social, centrándonos en su efecto sobre la eficiencia de la inversión laboral. También investigamos un efecto de sustitución entre la responsabilidad social corporativa (voluntaria) y el compromiso con la legislación de protección de los trabajadores (obligatoria). Nuestros resultados indican que la inversión en responsabilidad social de las empresas está relacionada con una mayor sobreinversión en mano de obra. La inversión en responsabilidad social corporativa también contribuye a reducir la infrainversión en este tipo de capital. En el cuarto capítulo, relacionamos los efectos de los esfuerzos en responsabilidad social corporativa con los mecanismos de agencia que generalmente se clasifican como responsables de las ineficiencias en la inversión laboral. Más concretamente, observamos que la mejora de la reputación y la imagen permite a los directivos contratar empleados en exceso, mejorando también la imagen personal de los directivos y su reputación como buenos líderes o empleadores. Desde la perspectiva de los accionistas, observamos que la mejora de la imagen y la

reputación reduce la percepción de los problemas de agencia, lo que en última instancia se traduce en una menor ineficiencia de la infrainversión laboral.

#### **A.5. Aportaciones de la Investigación**

Este documento en sus distintos capítulos contribuye a la investigación sobre las decisiones empresariales de diferente manera. Nuestra investigación aborda la importancia de la adopción de estrategias de bajo endeudamiento para incrementar la capacidad de inversión en mano de obra, contribuyendo tanto a la literatura de flexibilidad financiera, como sobre las decisiones sobre una postura más conservadora en la estructura de capital, en línea con las investigaciones desarrolladas por autores como Denis (2011), Graham y Harvey (2001), Ferrando et al. (2017), La Rocca et al. (2019), Lambrinoudakis et al. (2019) o Marchica y Mura (2010). Los efectos de dicha flexibilidad financiera como las investigadas por Agha y Faff (2014) o Matsa (2018).

Además, este documento contribuye a la literatura sobre eficiencia de la inversión laboral, que se presenta como muy relevante en la actualidad. En este sentido, al identificar cómo las fuentes de riesgos externos contribuyen a las ineficiencias de la inversión laboral, contribuimos a los estudios de Jung et al. (2014), Ben-Nasr y Alshwer (2016), y Cao y Rees (2020). También avanzamos la literatura en este campo al identificar cómo estos riesgos podrían influir en las relaciones entre gestores y accionistas. Por último, refiriéndonos a las relaciones gestor-accionista, verificamos el efecto de los conflictos de agencia sobre los cambios en la eficiencia de la inversión laboral.

Otra contribución relevante se hace a la investigación acerca de los efectos de la regulación en las decisiones de inversión cómo la desarrollada por Collischon et al. (2021) o King et al. (2021). En este sentido, aportamos principalmente a la investigación de los efectos de la legislación de protección al empleo. Identificamos cómo el efecto económico de dicha legislación podría afectar a las relaciones entre directivos y accionistas. Identificamos cómo la legislación de protección al empleo puede controlar ineficiencias en

## A. Introducción

la inversión en mano de obra y también observamos un efecto de sustitución entre la legislación de protección al empleo indefinido y temporal.

En último lugar, aportamos a la investigación referente a la responsabilidad social corporativa, como los trabajos de Adhikari (2016) y Kuo et al. (2021). En este aspecto, relacionamos los esfuerzos en responsabilidad social corporativa con las ineficiencias en la inversión en mano de obra, agregando estos efectos a los efectos financieros relacionados con los esfuerzos de la responsabilidad social corporativa descritos por Chatzopoulou et al. (2022), Chaudhary (2017), Onkila y Sarna (2022), o Raza et al. (2021).

Considerando los argumentos anteriormente explicados, formulamos la tesis: *“Las fuentes de riesgo financiero y no financiero, tanto internas (sobre endeudamiento) como externas (regulación laboral), afectan a la decisión corporativa de inversión en capital humano (tamaño de la plantilla y desviación del óptimo)”*.

# Apéndice B

---

## Conclusiones



## Consideraciones finales

### B.1 Conclusiones

Acontecimientos recientes como "el gran despido", las migraciones laborales, la "guerra de talentos" (e.g., Gittleman, 2022; The Economist, 2021; The Economist, 2022; Wise et al., 2022) y la creciente literatura sobre el empleo y la eficiencia en la inversión laboral han puesto de manifiesto la actualidad y relevancia de la investigación relacionada con las decisiones sobre este tipo de inversión para distintos tipos de empresas en diferentes entornos. Como se ha destacado en investigaciones anteriores, las empresas pequeñas de capital limitado son las que más dificultades tienen durante las turbulencias financieras. Tienen menos acceso al crédito y menos capacidad para desapalancarse o reducir su tamaño. A pesar de la relevancia de las pequeñas empresas para la economía, ya que constituyen el 99% de las empresas europeas, dan empleo a unos 100 millones de personas y son responsables de más de la mitad del producto interior bruto europeo (según la Comisión Europea (2020)), la mayor parte de la literatura financiera se centra en las empresas cotizadas. Nuestra investigación muestra que las empresas de responsabilidad limitada y más pequeñas son las que más se benefician de la adopción de una estrategia de bajo apalancamiento para lograr una flexibilidad financiera crítica para el mantenimiento de la inversión laboral.

En este contexto, nuestra investigación comienza observando la importancia de la flexibilidad financiera para la inversión en mano de obra y cómo puede afectar a este tipo de inversión en las sociedades de responsabilidad limitada más pequeñas. Nuestra evidencia empírica indica que las empresas de capital abierto y de mayor tamaño, que tienen mejor acceso al mercado de capitales y mayores facilidades de crédito, no presentan la misma dependencia de la flexibilidad financiera para aumentar su inversión en mano de obra. Estos resultados están en línea con el argumento aceptado de que las empresas de responsabilidad limitada y más pequeñas dependen más del endeudamiento

## B. Consideraciones Finales

que las de mayor tamaño. En este sentido, nuestra evidencia empírica indica que dicha dependencia también es esencial para la inversión en mano de obra.

Centrándonos en las empresas cotizadas, por un lado, son menos dependientes de la deuda, y por otro, utilizan la deuda para reducir el efectivo disponible para uso discrecional y así mitigar posibles problemas de agencia. En consecuencia, la flexibilidad financiera es irrelevante para la inversión global en mano de obra en las empresas cotizadas. Sin embargo, este documento pone de manifiesto cómo los factores internos y externos a la empresa pueden alterar la eficiencia en la inversión en mano de obra. En este sentido, hemos ampliado el marco de la eficiencia en la inversión en mano de obra para controlar mejor esta variable en un contexto internacional y producir evidencia empírica de que la eficiencia en la inversión en mano de obra (de las empresas cotizadas) depende de los costes de agencia y de la percepción del riesgo tanto de los directivos como de los accionistas.

En el tercer capítulo de esta tesis, hemos mostrado cómo las diferentes dimensiones de la legislación de protección del empleo (protección general, del empleo temporal y del empleo indefinido), como fuente de riesgo externo para la empresa, afectan a su eficiencia en la inversión laboral. Más concretamente, la legislación controla las ineficiencias en la inversión en mano de obra, reduciendo principalmente la infrainversión. Nuestros resultados también indican que la relación a largo plazo es relevante, ya que la legislación de protección del empleo indefinido limita significativamente las ineficiencias en la inversión en mano de obra. En este sentido, nuestros resultados se alinean con el argumento de que los contratos indefinidos pueden actuar como defensa contra la adquisición de la empresa y estimular así la sobreinversión. Además, la evidencia empírica del tercer capítulo muestra un efecto de sustitución entre la legislación de protección del empleo indefinido y el temporal. La legislación laboral aplicable al empleo temporal puede convertir este tipo de contrato en algo comparable a los indefinidos. Siendo así, hemos observado que la protección del empleo temporal actúa de forma



similar a la protección del empleo indefinido, provocando un exceso de inversión en mano de obra.

Desde la perspectiva de los costes de agencia, podemos argumentar que los resultados reflejan el interés de los directivos por seguir un comportamiento de “creación de un imperio”, absorbiendo los riesgos relacionados con la contratación y el despido de personal para mejorar la imagen y la influencia dentro y fuera de la empresa. Por tanto, en este análisis, los problemas de agencia demuestran influir de forma sustancial en las ineficiencias en la inversión en capital humano.

Este posible mecanismo por el cual se explican los efectos de la legislación laboral a la eficiencia en la inversión en mano de obra nos llevó a observar cómo las fuentes de riesgos internos afectan a las ineficiencias de la inversión laboral. Hemos estudiado si la participación en actividades de responsabilidad social corporativa se traducen en una inversión laboral más eficiente (ineficiente). También hemos analizado si los esfuerzos voluntarios para proporcionar un lugar de trabajo seguro y una relación amistosa entre empresarios y empleados tienen un efecto de sustitución con la responsabilidad social obligatoria de la legislación de protección del empleo.

Los resultados del cuarto capítulo indican que los esfuerzos en la dimensión social de la responsabilidad social de las empresas repercuten en las ineficiencias en la inversión en mano de obra reduciendo la infrainversión, al mismo tiempo que aumenta la sobreinversión. La evidencia nos permite destacar que, dado que la financiación de la mano de obra es difícil y costosa, la mejora de los resultados financieros relacionados con la responsabilidad social de las empresas podría incrementar las capacidades de una empresa para invertir en mano de obra. Además, las mejoras en la imagen y la reputación de la empresa, relacionadas con los esfuerzos en materia de responsabilidad social corporativa, también podrían explicar dicho efecto. Igualmente, observamos que existe un efecto de sustitución entre la legislación obligatoria de protección del empleo y los esfuerzos en materia de responsabilidad social de las empresas.

## **B.2 Implicaciones prácticas**

Las principales conclusiones obtenidas de nuestra investigación tienen importantes implicaciones tanto para las empresas de responsabilidad limitada como para las empresas de capital abierto. En primer lugar, los datos empíricos sobre las empresas de responsabilidad limitada ponen en evidencia la importancia de perseguir la flexibilidad financiera. También muestran cómo las pequeñas empresas de responsabilidad limitada dependen de la deuda y cómo esta dependencia puede perjudicar su crecimiento o amenazar su supervivencia. En cambio, a parte de la falta de dependencia del endeudamiento; las empresas de capital abierto pueden utilizar el apalancamiento como un mecanismo de control de conflictos de agencia. En este sentido, perseguir la flexibilidad financiera es irrelevante para mantener la inversión en mano de obra y el tamaño de la plantilla en las empresas cotizadas más grandes.

Para las empresas de capital abierto, que pueden utilizar mecanismos más desarrollados para evaluar su inversión (es decir, considerar las ineficiencias de la inversión en mano de obra, los precios de las acciones, etc.), la evidencia empírica pone de relieve cómo fuentes externas de riesgo, como la legislación de protección del empleo, pueden afectar a las ineficiencias de la inversión en mano de obra. Observando diferentes dimensiones de la legislación de protección del empleo, hemos detectado que una regulación estricta controla la infrainversión y el mayor riesgo financiero relacionado con ella produce una inversión laboral más eficiente a través de la reducción de la infrainversión. Además, hemos demostrado que una legislación estricta de protección del empleo temporal puede hacer que los contratos de trabajo temporales sean comparables a los contratos indefinidos.

Además, hemos comprobado que los esfuerzos en materia de responsabilidad social de las empresas reducen la infrainversión, al mismo tiempo que aumentan la

sobreinversión, lo que puede ser un efecto de la mejora de los resultados financieros, la imagen y la reputación de la empresa. Por último, observamos que la legislación obligatoria de protección del empleo sustituye el efecto de la responsabilidad social corporativa voluntaria sobre las ineficiencias de la inversión en mano de obra. Estas conclusiones tienen numerosas implicaciones para los directivos, accionistas y responsables políticos.

### ***B.2.1. Implicación para Directivos y Accionistas***

Los directivos pueden beneficiarse de nuestra investigación, ya que les permiten comprender mejor los efectos de las fuentes externas e internas del riesgo de dificultades financieras. En el segundo capítulo, mostramos que los directivos de las empresas de responsabilidad limitada deben esforzarse por mantener su flexibilidad financiera para garantizar sus niveles de inversión en mano de obra. El segundo capítulo también revela que la relevancia de la flexibilidad financiera para la inversión está relacionada con la dependencia de la deuda.

Los capítulos tercero y cuarto pueden ser útiles para los directivos de las empresas de capital abierto, que dependen menos del endeudamiento y disponen de mejores mecanismos para evaluar sus inversiones. En este sentido, proporcionamos a los directivos de empresas de capital abierto herramientas para evaluar las decisiones de inversión en mano de obra y para comprender mejor cómo los cambios en el entorno normativo pueden limitar las ineficiencias en la inversión en mano de obra. Además, mostramos cómo la relación a largo plazo de los contratos indefinidos podría inducir a la sobreinversión y motivar un comportamiento de “creación de un imperio”. Por último, mostramos cómo los esfuerzos en materia de responsabilidad social corporativa pueden proteger a la empresa contra la inversión insuficiente y cómo también podrían inducir a la inversión excesiva.

## B. Consideraciones Finales

Centrándonos más específicamente en las empresas de capital abierto, que tienden a tener más distancia entre directivos y capital y, en consecuencia, más problemas de agencia entre directivos y accionistas, nuestros hallazgos proporcionan mejores mecanismos para entender las ineficiencias de la inversión en mano de obra y para controlar el riesgo moral de los directivos. Hemos demostrado que los directivos tienden a perseguir un comportamiento de “creación de un imperio”. En este sentido, mostramos cómo la legislación de protección del empleo, al aumentar los costes de contratación y despido, podría motivar dicho comportamiento y cómo la protección del empleo temporal también podría afectar a dicho comportamiento al convertir contratos que de otro modo serían flexibles en contratos comparables a los indefinidos. Centrándonos en las fuentes internas de riesgo, hemos demostrado que los esfuerzos en la dimensión social de la responsabilidad social corporativa también pueden generar una tendencia a la sobreinversión laboral y cómo la legislación de protección del empleo puede ejercer un efecto moderador de dicha sobreinversión.

### ***B.2.2. Implicación para Legisladores***

A pesar de estar centrados en las finanzas corporativas y en las decisiones de inversión a nivel de empresa, nuestros hallazgos pueden proporcionar a los responsables políticos una mejor comprensión de cómo los diferentes entornos pueden alterar las decisiones de inversión, lo que, llevado a una escala a nivel de país, puede afectar al empleo o a la inversión en general, dando lugar a cambios económicos a nivel de país tanto promoviendo como disuadiendo la inversión. En este sentido, debemos destacar la importancia de las decisiones empresariales sobre inversión en mano de obra para el empleo a escala nacional y los efectos de unos mejores niveles de empleo en la economía de un país.

También nuestros resultados indican cómo las empresas de responsabilidad limitada y más pequeñas están más expuestas a la oferta de crédito para mantener la

inversión en mano de obra y, en última instancia, para la supervivencia de las empresas privadas más pequeñas. Este hallazgo muestra la necesidad de considerar el efecto de la ayuda económica en las empresas más pequeñas y más grandes para invertir mejor los impuestos de los ciudadanos con el fin de impulsar la economía local. También hemos considerado el efecto de la legislación de protección del empleo en diferentes dimensiones, lo que da a los responsables políticos una idea de qué decisiones normativas podrían tomarse para proteger a los empleados y, al mismo tiempo, mejorar las decisiones de inversión en mano de obra. También mostramos cómo la percepción de un entorno seguro causada por la legislación puede sustituir los efectos de la responsabilidad social corporativa voluntaria.

En última instancia, demostramos que la legislación de protección del empleo entraña una gran responsabilidad, ya que la legislación sobre empleo temporal e indefinido se caracteriza por un efecto de sustitución. En este sentido, los responsables políticos deberían tener en cuenta los efectos de los cambios legislativos en las decisiones de inversión.

### ***B.3 Limitaciones y Futuras Investigaciones***

Este trabajo de investigación aborda temas relevantes y de actualidad que no se han divulgado plenamente y, por lo tanto, da lugar a una serie de limitaciones que pueden abordarse en futuras investigaciones. En primer lugar, el segundo capítulo sólo considera los efectos de la flexibilidad financiera para las empresas españolas y no considera un efecto transnacional. Además, los efectos de la flexibilidad financiera sobre la inversión en mano de obra en otros países pueden ser analizados en futuros trabajos. Tanto el modelo de flexibilidad financiera como las relaciones planteadas pueden ser estudiados en un marco internacional en futuras investigaciones.

Por otra parte, los efectos de la legislación de protección del empleo no se revelan en cada industria ni se consideran los diferentes efectos que podría tener en las empresas

## B. Consideraciones Finales

intensivas en mano de obra frente a las empresas intensivas en capital. En este sentido, podrían desarrollarse futuras investigaciones para comprender mejor los diferentes efectos que los cambios en la legislación de protección del empleo podrían tener en las distintas empresas. Además, se podrían desarrollar futuras investigaciones para observar cómo los diferentes cambios legislativos pueden afectar a las decisiones de inversión en mano de obra.

No se conoce ningún indicador de las ineficiencias en la inversión en capital humano que pueda aplicarse a las empresas de responsabilidad limitada. En este sentido, sería interesante desarrollar un método para evaluar las ineficiencias en este tipo de inversión de las empresas privadas y públicas y así mejorar las decisiones de inversión laboral de las empresas de responsabilidad limitada.

### ***B.4 La tesis del trabajo de investigación***

En resumen, concluimos que los conflictos de agencia tienen un gran impacto en la inversión en mano de obra. Para las empresas de responsabilidad limitada, la resolución de conflictos de agencia entre las propias empresas y los acreedores es esencial para la capacidad de inversión en mano de obra. Para las empresas de capital abierto, los conflictos de agencia entre directivos y accionistas también son relevantes para definir la eficiencia de la inversión en mano de obra. Hemos comprobado que las empresas privadas más pequeñas, al ser más dependientes de la deuda, son las que más se benefician de la búsqueda de la flexibilidad financiera. También hemos mostrado cómo las fuentes de riesgo internas y externas pueden afectar a la eficiencia de la inversión laboral en las empresas públicas.

A la luz de la evidencia empírica obtenida a lo largo de esta investigación, podemos formular la tesis del presente trabajo de investigación de la siguiente manera:  
*“Las fuentes de riesgo financiero y no financiero, tanto internas (flexibilidad financiera)*

*como externas (regulación laboral), afectan a la decisión corporativa de inversión en capital humano (tamaño de la plantilla y desviación del óptimo)".*