

Los determinantes de las tenencias de efectivo. Análisis sobre las empresas rumanas

(Recibido: 04/05/2016; Aceptado: 14/10/2016)

Nenu, E. A.¹

¹Bucharest University of Economic Studies

Teléfono: +40 765675249

Email: alexandranenu@yahoo.com

Resumen. *A nivel mundial, en los últimos decenios las tenencias de efectivo de las empresas han aumentado considerablemente. Una de las causas principales fue la alta volatilidad de los cash flows y el riesgo asociado. El objetivo del estudio es identificar los factores que influyen en el comportamiento de las empresas en términos de tenencias de efectivo y endeudamiento. Esto responde al hecho de que los cambios en la estructura de capital y en los recursos en efectivo influyen en la asignación de recursos, en la política de inversión y, por tanto, en el rendimiento de las empresas. El análisis se realizó sobre las empresas listadas en la Bolsa de Valores de Bucarest (BVB), dado que las empresas rumanas son financiadas principalmente a través de bancos.*

Palabras clave: *tenencias de efectivo; apalancamiento; rendimiento corporativo.*

Abstract. *Worldwide, in the last decade, corporate cash holdings have increased significantly. One of the main reasons was the high volatility of cash flows and the associated risk. The purpose of the study is to identify the factors that influence on companies' behavior regarding cash and leverage. The motivation consist in the fact that changes in capital structure and cash influence on resource allocation, investment policy and therefore on corporate performance. The analysis was carried out for the companies listed on the Bucharest Stock Exchange (BVB), knowing the fact that Romanian companies are mainly financed through banks.*

Keywords: *cash holdings; leverage; firm performance.*

1. Introducción

Diferentes autores han señalado que en las últimas décadas las tenencias de efectivo de las empresas han aumentado considerablemente. En los Estados Unidos (EEUU), Sánchez y Yurdagül (2013) observaron que en el período 1995-2010 las tenencias de efectivo de las empresas cotizadas registraron una tasa de crecimiento anual del 10%. El punto culminante fue entre 2002-2004 cuando se registró una tasa de crecimiento anual del 19%. Después siguió un período de estancamiento hasta 2008. Los autores identificaron tres causas principales que llevaron a esta situación. La primera es generada por las precauciones que las empresas adoptaron a causa de la inestabilidad de los cash flows y la dificultad de acceder al crédito. La segunda razón es el resultado de los beneficios fiscales que las empresas multinacionales pueden obtener a raíz de no repatriar las ganancias. Una tercera causa está asociada con las inversiones en investigación y desarrollo, siendo este fenómeno más fuerte en ciertas áreas como la tecnología informática, hardware y farmacéutica.

Al contrario que en EEUU, en Europa existen diferencias significativas entre los países (Hall et al., 2014). Por un lado, los factores que determinan esta heterogeneidad son representados por los orígenes legales distintos y la calidad del cumplimiento de la ley, lo que influye sobre la protección de los accionistas y sobre los costes de agencia que ellos sufren. Por otra parte, existen diferencias

significativas en los niveles de desarrollo entre las economías europeas.

A continuación, vamos a presentar los principales factores identificados en la literatura sobre los asuntos estudiados. La tercera sección incluirá la presentación de los resultados obtenidos sobre las empresas rumanas y la última parte estará dedicada a las conclusiones y las futuras líneas de investigación.

2. Revisión de la literatura

Almeida et al. (2004) apuntan que el comportamiento de las empresas con respecto a las reservas de efectivo y a la deuda es un buen indicador para identificar las empresas que se enfrentan a limitaciones financieras y para evaluar su habilidad de obtener financiación externa. Los autores consideran que si una empresa anticipa oportunidades futuras de inversión, pero se enfrenta a dificultades para obtener financiación, tenderá a crear reservas aumentadas de efectivo, en detrimento de reducir la deuda existente. Las empresas rentables prefieren reducir la deuda actual en lugar de acumular tenencias de efectivo, excepto la situación cuando se pueden obtener ventajas con el retraso de la deuda. Las empresas que no se enfrentan a limitaciones financieras no tienen ventajas por ahorrar tenencias de efectivo, pero su preservación tampoco asume ningún coste. Por lo tanto, en esta situación, no se puede definir una política financiera óptima.

Al-Najjar y Belghitar (2011), con una base de datos que incluye varios países, encuentran evidencias que existe una relación negativa entre el apalancamiento y las tenencias de efectivo. Otros autores, (Guney et al., 2007) afirman que esta relación no es lineal. Estas cuestiones contrastan con el enfoque clásico que muestra la irrelevancia con respecto a tenencias de efectivo si la financiación se hace a través de los mercados de capital perfectos y en ausencia de limitaciones financieras. Como apuntan Modigliani y Miller (1958), si los mercados de capitales fueran perfectos, la estructura de capital sería irrelevante. Sin embargo, este enfoque es contestado por los estudios modernos que toman en cuenta factores como:

- la previsión de una alta volatilidad de los cash flows (Almeida et al., 2004);
- la dificultad de obtener financiación a través del mercado de capital o del banco, o los costes altos (Bates et al., 2009);
- el endeudamiento (Guney et al., 2007);
- el tamaño y la edad de las empresas (Brown y Petersen, 2011);
- los problemas de agencia y niveles altos de asimetría en la información (Myers y Majluf, 1984);
- la estructura accionarial (Ozkan y Ozkan, 2004);
- el sistema jurídico y el desarrollo del mercado de capital (Ferreira y Vilela, 2004; Hall et al., 2014);
- la protección de los accionistas (La Porta et al., 2000).

Además de estas cuestiones, en los países emergentes la situación se complica aún más debido a factores como la supervisión deficiente de las instituciones financieras, el difícil acceso a financiación en los países donde ni el sistema bancario, ni el mercado de capital están bien desarrollados, los cambios fiscales frecuentes, la falta de protección de los accionistas y el escaso desarrollo y aplicación del gobierno corporativo (La Porta et al, 2000).

En cuanto a la economía rumana, la política financiera de las empresas estuvo influida de manera determinante por las reformas que se han realizado después de los años 90, cambios con resultado general favorable. De estas modificaciones, consideramos importante tener en cuenta la reapertura y el desarrollo de la bolsa, la adaptación de legislación para las instituciones financieras, la armonización con la legislación de contabilidad europea, el desarrollo y la aplicación de las normas de gobierno corporativo.

A pesar de estos asuntos, las empresas rumanas siguen utilizando predominantemente la financiación bancaria, que requiere un control minucioso de la empresa y de las garantías proporcionadas. Además de comprobar su estabilidad previa, la financiación se concede solamente presentando garantías suficientes y, en muchos casos, explicando la asignación de los fondos solicitados. En este proceso, los bancos sufren parte del coste de agencia, lo que lleva a condiciones

restrictivas y dificultad en conseguir financiación para muchas empresas.

Tras analizar las empresas rumanas, Serghiescu y Vaidean (2014) llegaron a la conclusión de que las empresas rentables evitan la deuda y mantienen un alto nivel de liquidez. Además, Vătavu (2015) mostró que las compañías recurren a préstamos a corto plazo cuando se encuentran con dificultades, lo que aumenta el riesgo.

3. Metodología y resultados

Para este análisis se recogieron datos para el período 2005-2014. La información fue extraída de la base de datos Reuters y recogida de forma individual a partir de los informes financieros anuales de las empresas. Las empresas de los sectores de actividad financiero y de seguros fueron excluidas. Finalmente, se obtuvo información de 52 empresas de los sectores alimentario, químico, construcción, productos farmacéuticos, manufacturas, metalúrgico, ventas, máquinas y componentes, transporte y almacenamiento, turismo y los servicios públicos.

El análisis estadístico y econométrico fue realizado a través de los programas Excel y SPSS.23. Dado que se trabajó con ratios financieros, no se consideró que la inflación pudiera generar un efecto significativo.

Siguiendo a Al-Najjar (2013), hemos considerado la variable Cash ratio como variable dependiente y como variables independientes hemos incluido el tamaño de la empresa y el porcentaje de activos tangibles. Como variables independientes hemos considerado también: una variable denominada como OCFM (Molinari, 2013), la política de dividendos (Ozkan y Ozkan, 2004), una variable que cuantifica el porcentaje de la deuda a corto plazo en los activos totales y la rentabilidad económica (Hall et al., 2014). En la Tabla 9 se presenta la forma de calcular los indicadores utilizados.

Tabla 9: Definición de las variables utilizadas

Cash ratio	Tenencias de efectivo y Equivalentes / Activo total neto, donde Activo total neto= Activo total - Tenencias de efectivo y Equivalentes
STDEB	Deuda a corto plazo / Activo Total
OCFM	(Beneficio neto + Amortización + Depreciación) / Volumen de ventas
TA	El logaritmo natural de los activos totales
RE	Rentabilidad económica= Beneficio económico / Activo total
TANG	Activos fijos / Activo total
D1	Variable ficticia que toma el valor 1 si la empresa distribuye dividendos, 0 en caso contrario.

El periodo examinado está marcado por varios acontecimientos, entre los cuales destacan: la adhesión a la Unión Europea a partir del 1 enero de 2007, el requisito de presentar a BVB la declaración anual "cumplir o explicar" sobre el cumplimiento o no cumplimiento del Código de Gobierno Corporativo, desde 2010, el requisito a las empresas publicas de preparar informes anuales conforme con las normas internacionales de contabilidad (IFRS),

desde 2012, la modificación del sistema de recaudación del IVA, desde 2013, lo que ha afectado a numerosas empresas a través del impacto en la gestión de la tesorería.

Las informaciones sobre la estadística descriptiva de las variables utilizadas son presentadas en la Tabla 10.

Tabla 10: Análisis estadístico descriptivo

	Media	Mediana	Des. típ.	Skewnes	Kurtosis
Cash ratio	0,06	0,02	0,08	2,00	3,23
STDEB	0,28	0,23	0,20	0,84	-0,18
OCFM	0,08	0,07	0,14	-0,10	0,10
TA	164464	51120	334500	3,14	8,80
RE	0,23	0,03	0,81	-0,45	0,00
TANG	0,59	0,59	0,18	-0,05	-0,69

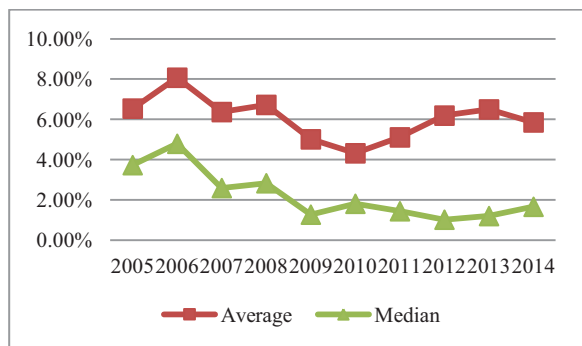


Fig. 23. Tendencia de cash ratio

Además, en la Fig. 23, analizando la evolución de la variable cash ratio, se puede observar la tendencia de reducción después del año 2006. Consideramos importante señalar que, a diferencia de la zona euro, en Rumania el punto culminante de la crisis financiera se alcanzó en el año 2009. Después de este año hay una tendencia de retorno a los valores anteriores. También es importante reconocer que hay una diferencia significativa entre la media y la mediana durante todo el período. Esto indica que la mayoría de las empresas incluidas han registrado niveles más bajos que la media, pero también hay entidades que han registrado valores mucho más altos.

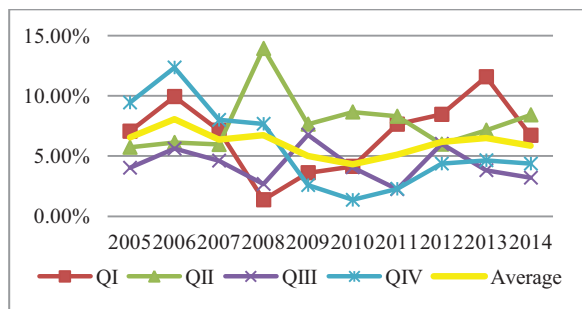


Fig. 24. Tendencia de cash ratio en función del tamaño de la empresa

A continuación hemos analizado la evolución de cash ratio relacionándola con el tamaño de la empresa, medida por el valor de los activos totales. Las empresas fueron divididas en cuatro categorías, utilizando como puntos de corte los cuartiles 25, 50 y 75. El grupo QI muestra las empresas más pequeñas, mientras que el grupo QIV muestra las empresas con el valor de activos más grande de la muestra.

Podemos ver que las empresas de QIV registraron el descenso más pronunciado de las reservas de disponibilidades, llegando al punto más bajo en 2010. Las empresas pequeñas han sido las primeras en observar los cambios provocados por la crisis financiera, desde el año 2008. Asimismo, las empresas del segundo grupo son las que siguen una tendencia diferente del promedio, registrando valores más altas en el período 2008-2010. De forma agregada, el valor absoluto de las tenencias de efectivo en posesión de las empresas analizadas se redujo significativamente después de 2007 y posteriormente se mantuvo relativamente constante durante todo el período examinado.

Antes de efectuar el análisis de regresión, fue analizada la correlación entre las variables mediante los coeficientes de correlación de Pearson. Los coeficientes entre 0 y 0,30 marcan de una correlación débil; entre 0,30 y 0,70 una correlación moderada y los coeficientes mayores que 0,70 una correlación alta. Podemos observar en la Tabla 11 que no existen problemas de correlaciones altas entre las variables utilizadas.

Tabla 11: Matriz de correlación

	Cash ratio	ST DEB	OC FM	TA	RE	TA NG	D1
Cash ratio	1	-0,25	0,18	-0,07	0,33	-0,23	0,09
ST DEB	-0,25	1	-0,33	0,10	-0,34	-0,31	-0,10
OC FM	0,18	-0,33	1	0,16	0,30	0,20	0,14
TA	-0,07	0,10	0,16	1	-0,02	0,19	0,24
RE	0,33	-0,34	0,30	-0,02	1	-0,14	0,24
TA NG	-0,23	-0,31	0,20	0,19	-0,14	1	0,03
D1	0,09	-0,10	0,14	0,24	0,24	0,03	1

A continuación, comprobamos el impacto de las variables presentadas en Tabla 9, a través de regresión múltiple. Para este propósito utilizamos el método MCO, con efectos fijos temporales. Para alcanzar la normalización de datos se utilizó el método data winsorization, al nivel del percentil 5 y 95. Fue elegido este método para ajustar los valores extremos sin excluir observaciones. Dada la limitada base de datos, el segundo método habría disminuido la representatividad de los resultados. Los resultados del modelo se presentan en la Tabla 12.

Tabla 12: Los resultados del modelo econométrico

Variable dependiente	CASH RATIO	
	t-estadísticos	β
CONSTANTE	(2.401)	0.450**
STDEB	(-4.653)	-0.241***
OCFM	(2.650)	0.128***
TA	(-0.950)	-0.045
RE	(1.785)	0.095*
TANG	(-7.278)	-0.366***
D1	(-2.061)	-0.201**
R ²	0.27	
F	9.254***	
DB	1.91	
N	418	

*, **, *** indican significación estadística al 10%, 5% y 1%, respectivamente; DB=Durbin Watson.

Podemos observar una correlación negativa estadísticamente significativa entre las disponibilidades cuantificadas por cash ratio y la variable que toma en cuenta la deuda a corto plazo. Una correlación negativa se observó con respecto a la variable TANG. Esto nos lleva a la conclusión que, como apuntan Almeida et al. (2004), un aumento de los activos tangibles aumenta el valor de liquidación de los activos y favorece el acceso a la financiación externa de las empresas, lo que causará la disminución de tenencias de efectivo. Además, se identificó una correlación positiva con el rendimiento corporativo (RE). El resultado es similar al que se obtuvo anteriormente por Serghiescu y Vaidean (2014). Por último, pero no menos importante, la correlación con la política de dividendos es negativa. Las empresas que proporcionan dividendos, no necesitan mantener altas tenencias de efectivo y pueden superar las situaciones cuando los recursos propios de inversiones son bajos, sin incurrir costes altos, mediante la reducción de pagos de dividendos, como apuntan Ozkan y Ozkan (2004).

4. Conclusiones

El presente estudio comenzó con la identificación de los factores clave que influyen en el nivel de las disponibilidades corporativas y el análisis de las tendencias de efectivo de las últimas décadas. También fue analizado el nivel de tenencias de efectivo y el apalancamiento de las empresas listadas en la Bolsa de Valores de Bucarest, en el período 2005-2014. Finalmente, se utilizó el análisis econométrico para verificar las correlaciones previstas. Los resultados indican una correlación negativa entre las tenencias de efectivo y la deuda a corto plazo. Por otro lado, se obtuvo una relación positiva con el rendimiento. Consideramos apropiado profundizar este análisis con el fin de validar los resultados.

Referencias

- [1] Al-Najjar B., 2013, The financial determinants of corporate cash holdings: Evidence from some emerging markets, *International Business Review*, 22, 77–88.
- [2] Al-Najjar, B., Belghitar, Y., (2011) “Corporate cash holdings and dividend payments: Evidence from simultaneous analysis”. *Managerial and Decision Economics*, 32(4), pp. 231–241.
- [3] Almeida, H., Campello, M., Weisbach, M., S., (2004) “The cash flow sensitivity of cash”. *The Journal of Finance*, LIX (4), pp. 1777-1804.
- [4] Bates, T.W., Kahle, K., Stulz, R., (2009) “Why do U.S. firms hold so much more cash than they used to?”. *Journal of Finance*, 64, pp. 1985- 2021.
- [5] Brown, J., Petersen, B., (2011) “Cash holdings and R&D smoothing”. *Journal of Corporate Finance*, 17, pp. 694–709.
- [6] Ferreira, M., Vilela, A. (2004). “Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries”. *European Financial Management*, 10, pp. 295-319.
- [7] Guney, Y., Ozkan, A., Ozkan, N., (2007) “International evidence on the non-linear impact of leverage on corporate cash holdings”, *Journal of Multinational Financial Management*, 17(1), pp. 45–60.
- [8] Hall, T., Mateus, C., Mateus, I. B., (2014) “What determines cash holdings at privately held and publicly traded firms? Evidence from 20 emerging markets”. *International Review of Financial Analysis*, 33, pp. 104–116.
- [9] La Porta, R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer, A., Vishny, R., (2000) “Investor protection and corporate governance”. *Journal of Financial Economics* 58, pp. 3-27.
- [10] Modigliani, F., Miller, M.H., (1958) “The cost of capital, corporate finance and the theory of investment”. *The American Economic Review*, XLVIII, pp. 261-297.
- [11] Myers, S.C., Majluf, N. S., (1984) “Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have”. *Journal of Financial Economics*, 13(2), pp. 187–221.
- [12] Ozkan, A., Ozkan, N., (2004) “Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies”. *Journal of Banking & Finance*, 28, pp. 2103–2134.
- [13] Sánchez. J.M., Yurdagül, E., (2013) “Why Are U.S. Firms Holding So Much Cash? An Exploration of Cross-Sectional Variation”. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 95(4), pp. 293-325.
- [14] Serghiescu, L., Vaidean V. L. (2014) „Determinant factors of the capital structure of a firm– an empirical analysis”, *Procedia Economics and Finance*, 15, pp. 1447-1457.
- [15] Vătavu, S., (2015), “The impact of capital structure on financial performance in Romanian listed companies”. *Procedia Economics and Finance* 32, pp. 1314 – 1322.