



UNIVERSIDAD DE BURGOS
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

TRABAJO DE FIN DE GRADO

La influencia del género sobre la política de Cash
Holding: Una aplicación a las empresas cotizadas
españolas

Autor: Sandra de Pedro Mediavilla

Tutores: M. Elena Romero Merino y Marcos Santamaría Mariscal

Grado en Finanzas y Contabilidad

Curso Académico: 2021-2022

Burgos, junio de 2022

ÍNDICE

RESUMEN.....	1
ABSTRACT.....	1
1.- INTRODUCCIÓN.....	2
2.- LA IMPORTANCIA DE LA TESORERÍA EN LA EMPRESA.....	4
3.- TEORÍAS Y FACTORES DETERMINANTES DE LA TESORERÍA DE LA EMPESA.....	5
3.1. Teoría del <i>trade-off</i> , o modelo de equilibrio.....	7
3.2. Teoría del <i>pecking order</i> o teoría del orden jerárquico	8
3.3. Teoría del <i>free cash flow</i> o del flujo de caja libre.....	8
3.4. Algunos factores determinantes de la tenencia de efectivo	9
3.4.1. <i>El tamaño de la empresa</i>	9
3.4.2. <i>El endeudamiento</i>	10
3.4.3. <i>Otros activos líquidos</i>	11
3.4.4. <i>La inversión</i>	11
3.4.5. <i>Oportunidades de crecimiento</i>	11
3.4.6. <i>Rentabilidad</i>	12
4.- UNA PIEZA MÁS DEL PUZLE: GÉNERO, TOMA DE RIESGOS Y TESORERÍA	13
5.- MUESTRA, MODELO Y METODOLOGÍA	16
5.1. Muestra	16
5.2. Modelo y variables.....	17
5.3. Metodología.....	18
6.- ANÁLISIS DESCRIPTIVO	19
7.- ANÁLISIS EXPLICATIVO	26
8.- CONCLUSIONES.....	29
9.- BIBLIOGRAFÍA.....	33
10.- ANEXOS.....	37

ÍNDICE DE TABLAS Y GRÁFICOS

Tabla 1. Factores determinantes del efectivo.....	13
Tabla 2. Definición de las variables utilizadas.....	18
Tabla 3. Análisis estadístico descriptivo.....	20
Tabla 4. Porcentaje ocupación de mujeres por sector.....	22
Tabla 5. Matriz de correlación de Pearson.....	26
Tabla 6. Análisis estimaciones del modelo con variable <i>CASH</i>	27
Tabla 7. Análisis estimaciones del modelo con variable TESORERÍA.....	29
Tabla 8. Comparativa de la relación esperada y la encontrada de las variables de género.....	30
Tabla 9. Relación esperada vs Relación encontrada de los determinantes de efectivo.....	31
Tabla A1. Listado empresas de la muestra y su grupo IGBM.....	37
Tabla A2. Grupos que encontramos en la muestra.....	39
Tabla A3. Listado de empresas de la muestra con mayor PMUJCJ.....	40

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1. Desglose de la muestra por grupo IGBM.....	17
Gráfico 2. Evolución de la <i>CASH</i> y TESORERÍA	20
<i>Gráfico 3. Evolución ocupación mujeres en la alta dirección.....</i>	<i>21</i>
Gráfico 4. Evolución del tamaño de la empresa.....	23
Gráfico 5. Evolución del capital circulante.....	23
Gráfico 6. Evolución del endeudamiento.....	23
Gráfico 7. Evolución de la inversión.....	24
Gráfico 8. Evolución de las oportunidades de crecimiento.....	24
Gráfico 9. Evolución de la ratio de rentabilidad.....	25

RESUMEN.

Este trabajo analiza la influencia sobre los niveles de tesorería de la empresa (o de *cash holding* en terminología anglosajona) de la presencia de mujeres en la dirección ejecutiva y/o en sus órganos de gobierno. Para ello utilizamos una muestra de 102 empresas no financieras cotizadas españolas para el periodo 2018-2020. Los resultados del análisis descriptivo muestran que sólo un 3% de las empresas tienen como CEO una mujer, un 6% tiene una presidenta del consejo y el 22% de las consejeras son mujeres. Los resultados del estudio explicativo muestran una relación positiva y significativa entre el porcentaje de mujeres en el consejo de administración y los niveles de tesorería de la empresa. Asimismo, en la línea con los estudios tradicionales sobre tesorería, encontramos que mientras el tamaño y las oportunidades de crecimiento de la empresa reducen el nivel de efectivo, la rentabilidad y el capital circulante de la empresa lo aumentan.

Palabras clave: Efectivo, cash holding, género, aversión al riesgo y consejo de administración.

ABSTRACT.

This paper analyses the influence of the presence of women in executive management and/or governing bodies on the company's cash flow (or cash holding in Anglo-Saxon terminology). To do so, we use a sample of 102 Spanish non-financial listed companies for the period 2018-2020. The results of the descriptive analysis show that only 3% of the companies have a female CEO, 6% have a female chairwoman of the board and 22% of the female directors are women. The results of the explanatory study show a positive and significant relationship between the percentage of women on the board and the company's cash flow levels. Also, in line with traditional cash studies, we find that while firm size and growth opportunities reduce cash levels, firm profitability and working capital increase cash levels.

Keywords: Cash, cash holding, gender, risk aversion and corporate board.

1.- INTRODUCCIÓN.

En pleno siglo XXI son muchos los avances logrados en cuestión de igualdad de género y derechos de las mujeres, sobre todo en cuanto a su inclusión en el mercado laboral. Entre las cuestiones que avalan estos cambios sociales están que las mujeres en la actualidad tienen la oportunidad de estudiar y obtener un alto nivel académico y formativo, estando muy cualificadas. Actualmente tras un largo periodo de revolución y cambio que sigue activo, más del 60% de los licenciados son mujeres, ocupando un 45% del mercado laboral español (as Leaders, 2015). Pese a esto, conforme ascendemos en la jerarquía de las empresas, las mujeres lamentablemente siguen ocupando escasos puestos de alta dirección y consejo de administración de las empresas de nuestro país. Esto es debido al denominado “*techo de cristal*” y a la existencia de barreras tanto externas (estereotipos, falta de modelos femeninos) como internas (falta de flexibilidad en la empresa que dificulta la conciliación familiar, ausencia de un desarrollo adecuado de la carrera profesional, remuneración inferior...) que limitan la inclusión y ascenso de la mujer en los altos órganos de gobierno de las empresas.

Para incentivar e impulsar el avance de la presencia femenina en los puestos de gestión y gobierno de las empresas, se han implantado por parte del gobierno y organismos públicos y privados, iniciativas tanto legales como campañas de sensibilización de la opinión pública. En cuanto a la legislación se destacan dos iniciativas: la *Ley de promoción de autonomía personal y atención a las personas dependientes*, y la *ley orgánica de igualdad entre mujeres y hombres*, aprobada en marzo de 2007 (Anca y Aragón, 2007). Lo más reciente en cuestión legislativa es lo referente a la aprobación el 8 de marzo de este año del III Plan Estratégico para la Igualdad Efectiva de Mujeres y hombres (PEIEM). Apoyando a la legislación, también se ha implantado por parte de la CNMV con carácter voluntario, el informe de buen gobierno de las sociedades cotizadas (Código Unificado de Buen Gobierno). Por otro lado, más allá de la legislación implantada, nos encontramos con diferentes campañas, premios e indicadores de Responsabilidad Corporativa (RC) que abogan por la igualdad de género y que actualmente son un factor clave en la reputación de las empresas. Por esto el número de empresas españolas que realizan sus informes o memorias de sostenibilidad siguiendo las indicaciones del *Global Reporting Initiative* (GRI) ha aumentado considerablemente. Y la aceptación a los principios del pacto mundial y del GRI influyen significativamente tanto en las medidas de conciliación de las empresas como en el progreso de la carrera profesional de la mujer directiva (Anca y Aragón, 2007).

De hecho, este cambio no viene solamente propulsado en beneficio e igualdad hacia las mujeres, sino en beneficio de toda la sociedad. Ya que la presencia de mujeres en los cargos directivos y órganos de las empresas tiene un impacto económico y social. Pese a que muchas ocasiones las empresas

contratan a mujeres meramente por cumplir con las recomendaciones del buen gobierno y aumentar su valor social, está demostrado que la presencia de la mujer en los altos puestos de las empresas es un elemento enriquecedor, ya que, al encargarse de establecer las diferentes políticas, estratégicas y toma de decisiones corporativas, consiguen mejorar este proceso de tomas de decisiones y lograr un efecto positivo en los resultados económicos y en la RSC. Si consultamos las encuestas realizadas por la Organización Internacional del Trabajo (OIT), podemos corroborar que la inclusión femenina en los puestos directivos aporta mejoras en los resultados de las empresas, obteniendo una mayor rentabilidad y productividad, aumentando la capacidad de atraer y retener talento, además de fomentar la innovación y creatividad, al igual que, las empresas mejoran su reputación debido a que las mujeres se preocupan más por la responsabilidad social corporativa y las políticas medioambientales. De tal forma que cuando los consejos de administración son heterogéneos en cuanto a género, las empresas tienen mayor probabilidad de conseguir mejores resultados comerciales (Organización Internacional del Trabajo, 2019).

En este presente trabajo, dentro de las decisiones corporativas, nos centramos en estudiar las decisiones relativas a la tenencia de efectivo. Las tenencias de efectivo que mantienen las empresas influyen muy significativamente en sus resultados, tanto financieros como operativos, lo que provoca que el efectivo sea un punto central en el diseño y evaluación de las políticas financieras de la empresa. Así, el objetivo de este trabajo es investigar cómo afecta la presencia de mujeres en la gestión y gobierno de las empresas sobre el mantenimiento de efectivo. Dado el perfil de aversión al riesgo que suele atribuirse al género femenino, nuestra hipótesis será que la participación de las mujeres en la dirección ejecutiva o en los órganos de gobierno de la empresa se traduce en, mayores niveles de tesorería.

Además de analizar el efecto de la mujer en la tesorería de la empresa también hemos considerado en nuestro estudio los determinantes de las tenencias de efectivo tradicionalmente presentados por las teorías del *trade-off*, *pecking order* y *free cash Flow*, incluyendo el tamaño de la empresa, endeudamiento, otros activos líquidos, inversión, oportunidades de crecimiento y la rentabilidad. Intentando también comprobar cuál de estas teorías sirve mejor para explicar las decisiones sobre efectivo.

Todo ello lo vamos a contrastar para una muestra de 102 empresas no financieras cotizadas españolas durante los años 2018, 2019 y 2020. Los resultados obtenidos nos indican que el porcentaje de mujeres en el consejo de administración de las empresas cotizadas españolas es influyente sobre el nivel de tesorería de estas y además de forma positiva, aumentando los saldos de efectivo a medida que mayor es el porcentaje de mujeres dentro del consejo de administración de la empresa, tal y como se indicaba en la literatura consultada. No encontramos influencia significativa del hecho de que sea una mujer la

que ocupa la dirección ejecutiva de la empresa o la presidencia del Consejo de Administración. Con respecto a los determinantes tradicionales de la tenencia de efectivo, encontramos que en las empresas españolas influyen negativamente el tamaño de la empresa y las oportunidades de crecimiento, y positivamente, el capital circulante y la rentabilidad. De tal manera que cuanto mayor es el tamaño de la empresa y mayores son sus oportunidades de crecimiento, menos efectivo conservan las empresas. Y, por otro lado, cuanto mayor es el capital circulante de la empresa y mayor es su rentabilidad, mayores tenencias de efectivo.

Nuestro trabajo se estructura de la siguiente manera: En primer lugar, tras llevar a cabo esta introducción, analizamos la importancia de la tesorería en la empresa, para después exponer las diferentes teorías y factores determinantes en dicha tesorería, encontrados tras una larga revisión de la literatura existente. Para después meternos de lleno en el tema en el que basamos la hipótesis y razón de este estudio, la influencia del género en ciertos puesto de la empresa sobre la tesorería. Tras realizar estos 3 apartados teóricos, procedemos con la parte empírica del trabajo, con una breve explicación de la muestra, modelo y metodología seguida para su realización, siguiendo con el análisis descriptivo de las variables y análisis explicativo donde se presentan los resultados obtenidos. Finalizando el presente trabajo con la exposición de las conclusiones.

2.- LA IMPORTANCIA DE LA TESORERÍA EN LA EMPRESA.

Nuestro trabajo debe comenzar definiendo lo que entendemos por gestión de tesorería con el fin de remarcar así su importancia en la empresa. La gestión de tesorería de una empresa (o *cash management* utilizando la terminología anglosajona) es el conjunto de medidas estratégicas y organizativas tomadas para planificar, gestionar, organizar y controlar las operaciones que afectan al flujo de caja o con el flujo monetario (Brachfield, 2019).

La gestión de tesorería es muy relevante para administrar la liquidez de la empresa y poder hacer frente a los pagos (beneficios de la liquidez), a la vez que se evitan saldos excesivos de tesorería que puedan conducir a pérdidas de rentabilidad al suponer costes de oportunidad (costes de la liquidez). Por esto mismo, es crucial que las organizaciones manejen efectivamente sus recursos y actúen proactivamente adelantándose a los cambios, elaborando para ello su propio presupuesto de tesorería donde reflejen las entradas y salidas de dinero para hacer previsiones de los flujos de caja futuros (Brachfield, 2019)

Como afirman Espiñeira, Sheldon y Asociados (1993), las funciones de tesorería están vinculadas al manejo de efectivo, fondos, moneda extranjera, exposición y riesgo (Finol, 2015). El *cash management* incluye actividades tales como (López y Soriano, 2014):

- Gestionar que los flujos de entrada de dinero a la empresa (cobros) lleguen a la cuenta bancaria lo más rápido y controlado posible, siendo para esto importante la preocupación por el ciclo de cobro que es determinante el activo circulante, los costes financieros, etc. para generar ahorro y beneficios.
- Controlar los flujos de salida (pagos) rigurosamente para evitar costes innecesarios, hacer que estos se adapten a los flujos de entrada, siendo flexibles y negociables.
- Gestionar la liquidez, tratando de no mantener saldos ociosos, no pagar intereses y comisiones más altos que con otras alternativas de financiación, ni tener saldos excedentarios que podrían invertirse con rentabilidad.

Por tanto, la gestión de tesorería abarca los saldos de dinero que posee o que puede llegar a poseer la empresa. Este *cash*¹ en sentido estricto está formado por el efectivo en caja de la empresa, el dinero disponible en cuentas corrientes de los bancos y los activos financieros realizables que pueden ser convertibles en dinero de forma rápida y segura (depósitos, activos con pactos de recompra, cheques...). La importancia de gestionar correctamente este *cash* es esencial para que las organizaciones dispongan de la liquidez necesaria para afrontar sus pagos y asumir imprevistos teniendo flexibilidad financiera. A modo ejemplo, podemos decir que la tesorería en la empresa es similar a la sangre en nuestro organismo, esto es, necesaria para poder sobrevivir y mantener un buen estado de salud, en el caso de la empresa, de salud financiera. Ya que, si una empresa opera y diseña sus políticas y estrategias en función de su impacto en los costes financieros, que invierte los excedentes y obtiene recursos a c/p de sus clientes y proveedores, traslada al exterior una imagen fuerte que le permite mejorar sus relaciones (López y Soriano, 2014).

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

El análisis de los factores determinantes de la tesorería corporativa debe comenzar preguntándonos por las razones que justifican por qué mantienen efectivo las empresas. En este sentido, existen numerosos incentivos respaldados por los beneficios que conlleva el efectivo como instrumento de liquidez incondicional, proporcionando una financiación de bajo coste frente a la financiación externa que supone mayores costes por la información asimétrica, por problemas de agencia, infra inversión y sustitución de activos, costes de transacción y restricciones en los mercados de capitales imperfectos, sin perder de vista también los inconvenientes que tiene el mantenimiento de efectivo (Ozkan y Ozkan, 2004).

¹ Utilizaremos indistintamente los términos: efectivo o “*cash*” palabra anglosajona que significa lo mismo.

Centrándonos en las ventajas y motivaciones de la tenencia de efectivo, encontramos los motivos de transacción y precaución, pero también se han estudiado (Bates, 2009) motivaciones fiscales y de agencia, pudiéndose incluir aquí también motivos especulativos.

El motivo de la transacción (Baumol, 1952; Miller & Orr, 1966) explica la tenencia de efectivo con el objetivo de evitar o minimizar el coste de transacción que surge de la conversión de un activo financiero no monetario en efectivo. Las empresas en el transcurso normal de su actividad hacen frente a pagos de sus gastos corrientes y las posibilidades de obtener fondos mediante la liquidación de activos, emisión de deuda o reduciendo dividendos, suponen importantes costes, por lo que las empresas tienen una gran motivación a mantener más cantidad de efectivo (Ozkan y Ozkan, 2004).

El motivo de precaución se relaciona con el interés de mantener dinero extra a modo de colchón para asegurarse así de poder hacer frente a imprevistos que supongan desembolsos de capital (Keynes, 1936; Anjum y Malik, 2013). Por tanto, en este caso trata de evitar los costes de oportunidad de las inversiones perdidas por no disponer de efectivo en ese momento, las empresas mantienen efectivo para paliar situaciones inesperadas y para poder financiar sus inversiones sin recurrir a otras fuentes de financiación que podrían suponer costes de capital elevados (Ozkan y Ozkan, 2004).

En cuanto al motivo fiscal (Foley et al., 2007), éste se apoya en los impuestos que las empresas están sometidas a pagar y que requieren de mayores niveles de efectivo. Foley et al., (2007) explican este motivo a través de los incentivos fiscales a los que están sometidos las multinacionales en EE. UU., explicando que en dichas grandes organizaciones se mantienen elevados saldos de efectivo debido a los costes fiscales asociados a las repatriaciones y a los diferentes tipos de interés de los países. Estos argumentos se pueden aplicar a cualquier empresa nacional, ya que la mayoría no cuentan con el efectivo suficiente a la hora de pagar los impuestos, teniendo que liquidar sus activos, lo que motiva a mantener efectivo para evitar dicha situación (Anjum y Malik, 2013).

Por otro lado, el motivo de agencia, que trataremos más adelante, se justifica la existencia de problemas de agencia y conflictos de intereses entre propietarios y accionistas, que encarece y dificulta la obtención de fondos (Anjum y Malik, 2013).

Y, por último, los motivos especulativos, estos motivos fueron introducidos por Keynes como novedad en su Teoría del dinero, y autores como Besley y Brisgham (2001) los introducen en la clasificación de las motivaciones de mantener dinero en efectivo. En este caso la tesorería se consideraría como una reserva que las empresas guardan con el fin de poder aprovechar las oportunidades de compra que pueden surgir, entonces por esta motivación, las empresas mantienen dinero en efectivo para poder aprovechar

oportunidades adicionales de inversión, tasas de interés atractivas y fluctuaciones favorables de las tasas de interés, obteniendo beneficios de oportunidades temporales (Jamil et al., 2016).

Si bien la gestión de la tesorería consiste en lograr conseguir “el equilibrio entre los beneficios y los costes de la liquidez” (Brealey et al., 2010), valorar los costes y beneficios de la tesorería no es sencillo puesto que una gran mayoría de éstos son intangibles o, cuanto menos, difíciles de valorar. ¿Cómo valoramos el motivo de precaución? ¿Cómo valoramos la señal que traslada a sus acreedores una empresa que cuenta con elevados niveles de liquidez? ¿Qué coste puede tener esta elevada liquidez si ello incentiva la toma de control por parte de las empresas? Todas estas cuestiones han puesto de relieve un problema clave de las finanzas corporativas como es el desconocimiento del valor de la liquidez. De hecho, este problema constituye uno de los retos enumerados por Brealey et al. (2010) en el epígrafe 35.2 de su libro acerca de “Lo que no sabemos: 10 problemas no solucionados de las finanzas”. Tal y como señalan los autores, el efectivo no genera rentabilidad y este hecho conduce a creencias erróneas sobre la tenencia de efectivo por parte de las empresas, tales como que: el coste de mantener efectivo es sólo un coste de oportunidad derivado de la rentabilidad perdida, o que el valor marginal de la liquidez es constante.

En definitiva, la búsqueda de un nivel de *cash* óptimo que maximice el valor de la empresa está afectado por múltiples factores, muchos de ellos difíciles de valorar. En este sentido, son varias las teorías que analizan el papel de la liquidez y sus factores determinantes.

3.1. Teoría del *trade-off*, o modelo de equilibrio

Miller & Orr (1966) y Myers (1977) sostienen que el nivel óptimo de efectivo de las empresas se encuentra en el equilibrio entre los costes y los beneficios marginales de mantener *cash*. Por un lado, los costes de oportunidad que se generan cuando los mercados financieros son imperfectos y las empresas optan por acumular efectivo, lo que supone que el capital lo invierten en activos líquidos con una baja rentabilidad en vez de destinar ese dinero a invertirlo en otros proyectos que pueden ser más rentables.

Y, por otro lado, el efectivo supone una reserva de seguridad para paliar pérdidas inesperadas o enfrentarse a las restricciones de obtener financiación externa. En este sentido, mantener *cash* es beneficioso para reducir la probabilidad de quiebra de las empresas, a la vez que permite implantar políticas de inversión cuando se cumplen las restricciones financieras, no teniendo que rechazar proyectos de inversión rentables y minimizando los costes de obtener fondos externos o vender los activos que posee la empresa.

3.2. Teoría del *pecking order* o teoría del orden jerárquico

Myers (1984) apoyado en la base teórica de Myers y Majluf (1984), sostiene que las empresas mantienen *cash* para no tener que pedir financiación externa por lo que se establece un orden de preferencia (una jerarquía financiera) para reducir el coste de las asimetrías de la información derivadas del momento en que las empresas necesitan dinero para financiar sus inversiones. En este sentido, atendiendo a esta teoría, las empresas recurren primero a fuentes internas y, una vez agotadas éstas, recurren a externas, empezando por aquellas cuyo coste de capital es menor. Si sus flujos de caja operativos son suficientes, primeramente, se utilizan éstos para hacer frente a las necesidades de liquidez. Pero, si no son suficientes, se sigue el orden donde en primer lugar se utiliza los beneficios retenidos (reservas), luego el endeudamiento y, por último, la ampliación de capital por parte de los accionistas (Dittmar et al., 2003).

3.3. Teoría del *free cash flow* o del flujo de caja libre

Se entiende por flujo de caja libre a *“el flujo de caja que excede al necesario para financiar todos los proyectos que tienen valores actuales netos positivos cuando se descuentan al coste de capital correspondiente”* (Jensen, 1986, p.323). Jensen (1986) argumenta que el nivel de efectivo que mantienen las empresas depende de los diferentes intereses que mantienen los gerentes y accionistas y desarrolla esta teoría donde explica los beneficios de la deuda para limitar los costes de agencia provocados por los flujos de caja libres, basándose en la idea de que la deuda actúa como mecanismo de garantía, siendo su premisa que, tras financiar todos los proyectos de inversión con VAN positivo, la deuda ayuda a controlar a la dirección ya que reduce la motivación de los directivos a actuar ineficientemente con ese flujo de caja libre (*recursos excedentarios o tesorería discrecional*) puesto que los directivos son responsables de devolver este exceso de tesorería al mercado de capitales (Fernández, 1994).

Cuando los directivos actúan acumulando efectivo, éstos ganan poder discrecional al no necesitar obtener financiación externa ni emitir información detallada de sus operaciones de inversión al mercado de capitales, pudiendo actuar en sobre invertir o malgastar en beneficios privados. Ferreira y Vilela (2004) también defendían que, a medida que las empresas aumentan sus tenencias de efectivo, suelen surgir conflictos de intereses entre directivos y accionistas, ya que el dinero en efectivo provoca que los directivos disminuyan su interés en la obtención de buenos rendimientos de la organización, centrándose en la obtención de sus propios intereses.

Por tanto, tras tratar las anteriores teorías, podemos señalar que las empresas mantienen efectivo con la doble vertiente de que obtienen ventajas al poseer financiación a bajo coste que les permite llevar a cabo proyectos de inversión rentables, evitando los costes de las transacciones de la financiación externa

(motivo de transacción) y una seguridad ante posibles fluctuaciones de los flujos de caja (motivo de precaución), a la vez que supone consecuencias como los conflictos de agencia, costes de oportunidad... Si los mercados fuesen perfectos se cumpliría la ausencia de impuestos, costes de transacción y costes de acceder a la información y las decisiones de tenencia efectivo que toman las empresas no influirían en su valor (Opler et al., 1999), pudiéndose abstener estas empresas de mantener reservas de efectivo y evitar así sus inconvenientes, pero al no ser el caso, y existir imperfecciones en los mercados, es lo que hace que las empresas cuenten con ese “seguro” que permite cubrir sus necesidades operativas.

Estas teorías y motivaciones han conducido a los investigadores a analizar y contrastar su validez a través de numerosos estudios empíricos que tratan de buscar los factores que determinan la tenencia de efectivo de las empresas (Maheshwari y Rao, 2017).

3.4. Algunos factores determinantes de la tenencia de efectivo

Estudiar y entender las características organizativas que determinan el nivel de efectivo óptimo que las empresas han de mantener es fuente de numerosos estudios, existiendo una amplia literatura que aborda sobre este tema, y siendo muy numerosos los determinantes que los investigadores encuentran. En nuestro estudio hemos considerado únicamente variables financieras tales como el tamaño de la empresa, endeudamiento, otros activos líquidos, inversión, oportunidades de crecimiento, y rentabilidad siguiendo principalmente el planteamiento del trabajo de Opler et al. (1999).

3.4.1. El tamaño de la empresa

Siguiendo la teoría del *trade off*, varios estudios como los realizados por Opler et al. (1999), Ferreira y Vilela (2004), Harris y Raviv (1990), Linss, Servaes y Tufano (2010) o Qiu y Wan (2015), encuentran una relación negativa, determinándose que la tesorería de las empresas disminuye cuanto mayor es el tamaño de la empresa, ya que tal y como introduce el modelo de Miller y Orr (1966), las grandes empresas se benefician de las economías de escala y el dinero en efectivo es destinado a invertir en expandirse y aprovechar oportunidades de crecimiento, al igual que cuanto más grande sea la empresa, más diversificada puede que esté, lo que hace que sea más probable que tengan flujos de caja más estables y acumulan menos efectivo al ser más difícil que atraviesen problemas (Rajan y Zingales, 1995) y al contrario, cuanto más pequeña sea la empresa, más reservas de efectivo tienden a acumular ya que encuentran más dificultades para acceder a fuentes de financiación externa y estas son más costosas para empresas de tamaño más reducido. Asimismo, múltiples estudios, como los realizados por Oplet et al. (1999) o Liu, Mauer y Zhang (2015), basándose en la teoría del *pecking order* y la del *free cash flow*,

argumentan la existencia de una relación positiva entre el tamaño de la empresa y las tenencias de efectivo.

En primer lugar, la teoría del *pecking order*, sostiene que cuanto más éxito obtenga una empresa, mejores serán sus resultados, lo que se traduce en una mayor disponibilidad de efectivo, o que sus beneficios retenidos sean suficientes para financiar sus proyectos, evitando así, tener que liquidar sus activos (Oplet et al. 1999).

Por otra parte, la teoría del *free cash flow*, desde el punto de vista de los directivos, sostiene que, cuanto mayor es el tamaño de la empresa, mayor es la dispersión de la propiedad, lo que provoca que aumente el poder discrecional de los directivos y que, por consiguiente, acumulen más cantidad de efectivo. Lo que, desde el punto de vista de los accionistas, se traduce en que, cuanto mayor sea el tamaño de la empresa, estará sujeta a una mayor vigilancia y disciplina externa. Por consiguiente, esto provoca, que se pueda dar menos asimetría informativa y se garanticen más fácilmente sus intereses, permitiéndoles a los directivos acumular más efectivo (Aftab et al., 2018).

3.4.2. El endeudamiento

La deuda se considera la mejor alternativa de financiación después de las reservas de efectivo, por lo que podrían considerarse fuentes sustitutivas. Tal y como apuntaron Ferreira y Vilela (2004), siguiendo la teoría del *trade off*, existe una doble visión sobre el signo de la relación. Por un lado, se observa una relación positiva, al sostener que el apalancamiento incrementa el riesgo financiero y la posibilidad de quiebra, ya que las empresas con deuda están sujetas a rígidos planes de amortización para ir liquidando esas deudas pendientes. Y, por otro lado, observa una relación negativa en cuanto a que, si una empresa está muy endeudada, puede señalar que existe una buena relación entre la empresa y sus acreedores, por lo que los costes de financiación serán menores y mantendrá menos cantidad de efectivo.

Sin embargo, la teoría del *pecking order* asocia una relación negativa entre el apalancamiento y las tenencias de efectivo, investigaciones como las de Acharya et al. (2008), Chen et al. (2014), Bates et al. (2009), Ferreira y Vilela (2004) concluyen que siguiendo orden establecido en este modelo: 1º Beneficios retenidos, 2º Deuda, 3º Ampliación capital, si la inversión que quiere realizar la empresa se puede financiar con los beneficios retenidos, entonces las tenencias de efectivo crecen y la deuda disminuye. En caso contrario, si la inversión supera a los beneficios retenidos entonces las tenencias de efectivo se reducen y la deuda aumenta, al ser necesaria para poder financiar el proyecto (Ferreira y Vilela, 2004). Tal y como señalan Opler et al. (1999) las empresas cuando poseen un apalancamiento alto tienen poco efectivo.

Del mismo modo, la teoría del *free cash flow* también señala una relación negativa, ya que el hecho de que una empresa tenga un alto apalancamiento hace que esté sujeta a una mayor supervisión y que los directivos puedan llevar una menor discreción y se “disciplinen” y, por lo tanto, mantengan menos efectivo (Ferreira y Vilela, 2004).

3.4.3. Otros activos líquidos

Se trata de cuentas sustitutivas de la liquidez que pueden liquidarse en caso de escasez de efectivo (Aftab et al., 2018) y permitir a la empresa pagar sus pasivos corrientes. Entonces al ser una alternativa al efectivo, tienen una relación negativa como señalan los investigadores Bates et al. (2009), Ferreira & Vilela (2004) y Opler et al. (1999). Esta misma relación también la defiende la teoría del *trade off*, o bien se mantienen grandes niveles de efectivo o de activos líquidos, simultáneamente no. Por lo tanto, la literatura muestra la existencia de una relación negativa entre otros activos líquidos y efectivo.

Si intentamos plasmar lo que establecen la teoría del *pecking order* y la teoría del *free cash flow* sobre este determinante y el nivel de efectivo, autores como Opler et al. (1999) indican que no hay una relación predecible entre ambas variables.

3.4.4. La inversión

La inversión incluye tanto las inversiones en activos fijos (medida a través del CAPEX) como las adquisiciones de una empresa. Los casos más estudiados son las inversiones en activos fijos y las investigaciones como, por ejemplo, Dittmar et al. (2003), Hoberg, Phillips y Prabhala (2014), parecen mostrar una relación negativa con las tenencias de efectivo. Otros investigadores como Bates et al. (2009), Olet y Picconi (2014), estudian las adquisiciones, encontrando también una relación negativa, tal que el nivel de efectivo decrece cuando aumenta la actividad de inversión. Sin embargo, no está clara la dirección de la relación entre efectivo e inversión ya que también hay investigaciones como las de Opler et al. (2009), Huang et al. (2013), Harford (1999), Mikkelsen y Partch (2003) y Harford et al. (2008), que encuentran una relación positiva para el CAPEX derivada de que la actividad de inversión aumenta en empresas con altos niveles de efectivo (Aftab et al., 2018).

3.4.5. Oportunidades de crecimiento

Como el efectivo se acumula para financiar el crecimiento de la empresa, las teorías del *trade off* y *pecking order* apoyan una relación positiva entre variables tal y como apoyan los estudios de Kim et al. (1998); Opler et al. (1999) o Harford et al. (2014), entre otros. En la primera, se ve clara la necesidad de mantener más cantidad de efectivo cuanto mayor sea el crecimiento de la empresa, debido a las economías de escala que se pueden aprovechar y también cuando aumenta el crecimiento de una empresa, aumentan sus oportunidades de invertir, por lo que según Bates et al. (2009) y Ferreira y Vilela

(2004), cuando una empresa tiene más oportunidades de inversión, necesitan tener el efectivo suficiente por motivos de precaución para evitar en la medida de lo posible rechazar buenas oportunidades y no limitarse financieramente (Anjum y Malik, 2013). Y la segunda teoría, entiende que cuando una empresa tiene mayores oportunidades de crecimiento, es más rentable y con más efectivo cuenta, puesto que siguiendo el orden de la jerarquía financiera, cuando una empresa tiene muchas oportunidades de invertir, necesita disponer de mucho efectivo para priorizar realizar inversiones sin tener que recurrir a la costosa financiación externa (Ferreira y Vilela, 2004). Como la excepción hace la regla, es de esperar que existan estudios e investigadores que afirmen lo contrario, como por ejemplo Khieu y Pyles (2012) y Bigelli y Vidal (2012), los cuales indican que en empresas maduras y privadas se da la relación inversa y que las oportunidades de crecimiento de dichas empresas no aumentan su efectivo (Aftab et al., 2018). La teoría del *free cash flow*, como indicaban Opler et al. (1999), relaciona positivamente las variables debido a las asimetrías de información que se generan del mayor crecimiento de una empresa y que encarecen la obtención de financiación externa y permiten el atrincheramiento de los directivos (Aftab et al., 2018). Por su lado, Ferreira y Vilela (2004) establecen una relación negativa, ya que, cuando una empresa tiene pocas oportunidades de crecimiento, sus directivos mantendrán más efectivo para poder invertir en esos escasos proyectos, siéndoles irrelevantes si su VAN es negativo, provocando la destrucción del valor de los accionistas y repercutiendo por tanto en la ratio *market to book*, lo que causa esta relación negativa entre las oportunidades de crecimiento y las tenencias de efectivo (Ferreira y Vilela, 2004).

3.4.6. Rentabilidad

La teoría del *pecking order* sostiene que el efectivo es el resultado de las decisiones de inversión y financiación (Dittmar et al., 2003), por lo que, a mayor rentabilidad (mejores resultados económicos), la empresa puede pagar más dividendos a sus accionistas, cumplir con sus obligaciones de deuda y, al mismo tiempo, acumular más efectivo (Aftab et al., 2018). Por el contrario, cuando una empresa es menos rentable, no puede acumular efectivo y debe financiarse a través de deuda o emisiones de capital (Aftab et al., 2018).

En la Tabla 1 presentamos un resumen de las relaciones esperadas entre los distintos determinantes y la tesorería de la empresa según las teorías de *trade-off*, *pecking order* y *free cash-flow*.

Tabla 1. Factores determinantes del efectivo

Factores	Teorías		
	T ^a trade-off	T ^a pecking order	T ^a free cash flow
Tamaño de la empresa	Negativo	Positivo	Positivo
Endeudamiento	Negativo/Positivo	Negativo	Negativo
Otros activos líquidos	Negativo	-	-
Inversión	-	-	-
Oportunidades de crecimiento	Positivo	Positivo	Positivo/Negativo
Rentabilidad	-	Positivo	-

Fuente: Elaboración propia fundada en los estudios y conclusiones obtenidos anteriormente.

4.- UNA PIEZA MÁS DEL PUZLE: GÉNERO, TOMA DE RIESGOS Y TESORERÍA

Además de la influencia de todas estas variables financieras, en los últimos años, se ha prestado más atención a otro tipo de cuestiones que influyen sobre la gestión de tesorería en las empresas. Entre ellas, se encuentra la presencia de las mujeres en puestos de dirección y gobierno, recientemente han aumentado los estudios e investigaciones en este ámbito, ya que la inclusión de las mujeres aporta una contribución bastante significativa a las empresas, disponiendo de más capital intelectual, más variedad de puntos de vista y opiniones, reforzamiento de capacidades y mejora de las respuestas corporativas a los estímulos del mercado, permitiendo todo ello aumentar el valor potencial de las empresas (La Rocca et al., 2019).

Como hemos ido viendo a lo largo de los apartados anteriores, las decisiones de mantenimiento de efectivo son cruciales para el funcionamiento de la empresa, al acarrear beneficios e inconvenientes que afectan a su rentabilidad y supervivencia. Y las finanzas empresariales conductuales han contrastado la existencia de una relación significativa entre las tenencias de efectivo y los atributos de los directivos (Doan e Iskandar-Datta, 2020). Los directivos son los responsables de la toma de decisiones estratégicas en la empresa, por lo que sus creencias, experiencia y demás características personales pueden afectar a dicha toma de decisiones.

Entre este tipo de estudios, se encuentran los que analizan los diferentes modelos gerenciales según el género del directivo. Así, basándonos en que hombres y mujeres son diferentes por naturaleza, investigadores como Konrad et al. (2000) relacionan al sexo masculino con aspectos como la creación de riqueza, el liderazgo, la agresividad, la independencia; y al femenino con el compromiso, el cuidado,

respeto y sumisión. Aunando estas características con el ámbito empresarial, autores como Loden (1987) y Helgesen (1990) diferencian el estilo de dirección femenino y el masculino. Por un lado, el femenino compagina lo racional y lo emocional, dando lugar a una toma de decisiones donde influyen los sentimientos, con un mayor interés en las necesidades de las personas, fomentándose la cooperación, el trabajo en equipo, el desarrollo individual, la comunicación y relaciones interpersonales (Ramos et al., 2003). Por otra parte, el objetivo principal del estilo directivo masculino parece estar más relacionado con el logro de éxito, el poder y la posición jerárquica, llevando una fuerte autoridad formal (Redondo y Jimeno, 2008). Apoyando este argumento, otros estudios como, por ejemplo, Matsa y Miller (2013, p.138) indican que “...los experimentos revelan que las mujeres suelen estar más orientadas al largo plazo (Silverman, 2003) y son más altruistas (Andreoni y Vesterlund, 2001) que los hombres”. Además de todo lo anterior, ambos géneros se diferencian en sus preferencias, comportamiento y decisiones, lo que parece conducir también a diferencias en la forma de valorar el riesgo. Byrnes, Miller y Schafer (1999), Olsen y Cox (2010), Bollen y Posavac (2018) entre otros muchos, sostienen la idea de que los hombres son más propensos a asumir riesgos que las mujeres, ya que las mujeres tienden a evitar el riesgo al contemplarlo como una posibilidad de pérdida, siendo más escépticas y considerando las decisiones arriesgadas como una amenaza. Por el contrario, los hombres lo ven como un reto, algo estimulante y con grandes oportunidades empresariales. Además, está divergencia en cuanto a la toma de riesgos aumenta con la presión (Xie et al., 2017).

La literatura económica y psicológica muestra que hombres y mujeres son biológica y psicológicamente diferentes, lo que los lleva a tener diferente grado de aversión al riesgo. Biológicamente estas variaciones en la toma de riesgo según el género se explican por los diferentes niveles de testosterona. Así, la mayor aversión al riesgo de las mujeres hace que las CEO mujeres tomen decisiones más prudentes y conservadoras, por lo que las empresas que dirigen tendrán beneficios y flujos de caja menos volátiles y mayor probabilidad de supervivencia (Faccio et al., 2016). Esta aversión al riesgo hace que en muchas ocasiones las mujeres rechacen oportunidades de inversión y financiación por su alto nivel de riesgo, aunque tengan un VAN positivo (La Rocca et al., 2019). Esto último resalta otra diferencia entre géneros en las funciones ejecutivas, como estudiaron entre otros Barber y Odean (2001), los hombres además de ser más arriesgados también son más confiados que las mujeres y se comportan de manera más competitiva (La Rocca et al., 2019).

Desde la perspectiva de la aversión al riesgo, como veíamos con estudios como el de Opler et al. (1999) y la teoría del *trade off* al no ser perfectos los mercados (Modigliani y Miller, 1958), el efectivo puede ser muy beneficioso para las empresas y por motivos de transacción y precaución (Keynes, 1936), las empresas mantienen tenencias de efectivo para reducir los problemas de las restricciones financieras y

garantizar mayor flexibilidad financiera que mitigue cualquier situación inesperada y poder aprovechar las oportunidades de crecimiento. Por dicho motivo de precaución, si las mujeres tienen menos propensión al riesgo, adoptarán políticas empresariales más seguras y conservadoras, de hecho, como su prioridad es la flexibilidad financiera, es de esperar que mantengan mayores saldos de efectivo para capacitar a la empresa frente a cualquier imprevisto y asegurar aprovechar cualquier oportunidad de crecimiento (La Rocca et al., 2019).

Sin embargo, si nos seguimos moviendo por las teorías de tenencia de efectivo según la teoría del *free cash flow*, el efectivo puede ser fácilmente convertible en beneficios privados para los directivos (problema de la discrecionalidad de los directivos), por lo que la acumulación de efectivo en exceso puede ser perjudicial en los resultados de la empresa. Desde una perspectiva ética, dado que las mujeres se preocuparían más por cuestiones como la integridad y conflictos de intereses, persiguiendo estándares morales más altos que los hombres, se esperaría que la presencia de las mujeres en los cargos ejecutivos aminorase los conflictos y costes de agencia provocados por el exceso de efectivo (Doan e Iskandar-Datta, 2020). Estudios como los de Na y Hong (2017) y Harris, Karl y Lawrence (2019) evidencian que, si las empresas cuentan con directoras generales al mando, se reduce la manipulación de información financiera, la corrupción y se mejora la calidad del gobierno corporativo. Por esto se señala que las empresas pasan a ser más conservadoras, ya que las mujeres son más cuidadosas con la información financiera tal y como señalan investigaciones como la de Mittal y Vyas (2009).

Al igual que ocurre con la alta dirección, la participación y presencia de las mujeres en los consejos de administración de las empresas ha aumentado, al implantarse nuevas exigencias legales y sociales de paridad de género que obligan a las empresas a que sus consejos estén formados por un porcentaje mínimo de mujeres, intentando mitigar la brecha de género que sigue existiendo en la coyuntura mundial. Este aumento de presencia de las mujeres en órganos de gobierno también ha supuesto un aumento de la investigación académica que estudia el papel de las consejeras, dado que la presencia de mujeres en el consejo de administración tiene una influencia significativa en las políticas corporativas (Adams y Ferreira, 2009), entre ellas, la gestión eficaz de la liquidez. La diversidad de género en los consejos de administración contribuye a la eficiencia, equidad e independencia del consejo, al mejorar la supervisión (Campbell y Mínguez-Vera, 2008) y también incrementa la mayor aversión al riesgo en las decisiones. Como señalan estudios como los de Barber y Odean (2001), las mujeres son más prudentes, con un menor nivel de confianza y mayor aversión al riesgo. Por lo que toman decisiones más conservadoras, influenciadas en gran medida por los motivos de precaución, conllevando a un mayor mantenimiento de efectivo como salvaguarda del correcto funcionamiento de la empresa. Un consejo con influencia femenina mejorará los mecanismos de gobierno corporativo y la eficacia de las decisiones de liquidez, a

través de una mayor intensidad de la supervisión y control (Cambrea et al., 2019). Por lo tanto, se espera que la influencia de la presencia de mujeres en los órganos de gobiernos tenga una influencia similar a la de las directivas en las decisiones sobre tesorería.

Tras estos argumentos planteamos la siguiente hipótesis:

H1: Las empresas que tienen mujeres en la dirección ejecutiva o en sus órganos de gobierno, presentan mayores niveles de tesorería.

5.- MUESTRA, MODELO Y METODOLOGÍA

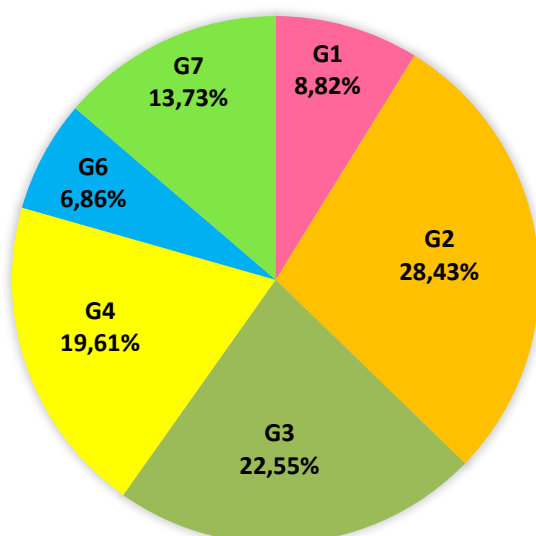
5.1. Muestra

Nuestra investigación se ha centrado en las empresas no financieras que cotizan en la bolsa de valores de Madrid, recogiendo los datos de estas diferentes empresas durante el periodo de tiempo de 2018, 2019 y 2020. Tomamos una muestra inicial de 120 empresas que cotizan en dicha bolsa y empezamos nuestro estudio consultando sus memorias anuales e informes de gobierno corporativo en la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores), extrayendo manualmente los datos sobre el género del CEO y del presidente del consejo de administración, así como el número de mujeres que forman parte del consejo de administración.

Tras la consulta de esta información, utilizamos la base de datos SABI (Sistema de Análisis de Balances Ibéricos) para extraer los datos financieros de estas empresas. La combinación de la información de ambas bases de datos para los tres años estudiados condujo a una muestra final de 102 empresas no financieras.

En el anexo del TFG se encuentra la lista de las empresas analizadas y el sector al que pertenecen (Tabla A1 y A2) y en el siguiente gráfico 1 observamos la composición de la muestra. Donde el sector G2 "*Mat. Básicos, Industria y Construcción*" representa un 28,43%. Siguiéndole el grupo G3 con un 22,55% cuya actividad se corresponde a la de "*Bienes de consumo*" y los grupos G4 y G7 representando un 19,61% y 13,73%, dedicándose a "*Servicios de consumo*" y "*Servicios inmobiliarios*" respectivamente. El sector G1 dedicado a "*Petróleo y Energía*" representa un 8,82%, y en último lugar el 6,86% de la muestra es representado por el grupo 6, correspondiente a "*Tecnología y Telecomunicaciones*"

Gráfico 1. Desglose de la muestra por grupo IGBM.



Fuente: Elaboración propia.

5.2. Modelo y variables

A continuación, presentamos la ecuación del modelo que vamos a contrastar:

$$\text{LIQUIDEZ} = \alpha_i + \beta_1 \text{CEOM}_i + \beta_2 \text{CHAIRWOMAN}_i + \beta_3 \text{PMUJCJ}_i + \beta_4 \text{TAM}_i + \beta_5 \text{END}_i + \beta_6 \text{CCC}_i + \beta_7 \text{CAPEXAT}_i + \beta_8 \text{MTB}_i + \beta_9 \text{ROA}_i + \text{DummyAÑOS} + \text{DummySECTOR} + \varepsilon_i$$

Donde, ε_i es el residuo de la regresión.

En la ecuación medimos la variable dependiente a explicar (LIQUIDEZ) utilizando dos variables diferentes, CASH y TESORERÍA. Y como variables independientes explicativas tomamos tres variables diferentes que miden la participación de las mujeres en el equipo directivo (CEOM) y en el consejo de administración de la empresa (CHAIRWOMAN y PMUJCJ). Como variables de control, tomamos las tradicionales que hemos revisado en la literatura de determinantes de la tesorería: el tamaño de la empresa, su endeudamiento, su capital circulante, su inversión, sus oportunidades de crecimiento y su rentabilidad. Por último, como variables *dummy* tenemos los años (2018, 2019 y 2020) y el sector al que pertenece la empresa atendiendo al Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM).

En la tabla 2 se indican las diferentes variables de dicho modelo, con la expresión que les hemos asignado y cómo las hemos calculado.

Tabla 2. Definición de las variables utilizadas.

Determinante	Representación	Cálculo
Género CEO	CEOM	Toma el valor 1 si dicho puesto es ocupado por una mujer y 0 en caso contrario.
Género presidente consejo de administración	CHAIRWOMAN	
% mujeres en el consejo de administración	PMUJCJ	Toma el valor correspondiente al porcentaje de mujeres que conforman el consejo de administración de la empresa.
Nivel de efectivo	CASH	$\frac{\text{Efectivo y equivalentes} + \text{Inv. financ. cp}}{\text{Activo total neto}^2}$
	TESORERÍA	$\frac{\text{Efectivo y equivalentes}}{\text{Activo total neto}}$
Tamaño empresa	TAM	$\ln(\text{Activo total})$
Endeudamiento	END	$\frac{\text{Pasivo}}{\text{Total Pasivo} + \text{PN}}$
Capital circulante	CC	$\frac{\text{Activo corriente}}{\text{Pasivo Corriente}}$
Inversión (CAPEX)	CAPEXAT	$\frac{\text{CAPEX}^3}{\text{Activo total}}$
Operaciones de crecimiento	MTB ⁴	$\frac{\text{Valor en bolsa}^5}{\text{Activo total}}$
Rentabilidad	ROA	$\frac{\text{R. explotación}}{\text{Activo total}}$
Dummy Año	2018, 2019, 2020	Toma valor 1 si la empresa se encuentra en dicho año y 0 en caso contrario.
Dummy Sector	G1, G2, G3, G4, G6, G7.	Toma valor 1 si la empresa se encuentra en el sector correspondiente y 0 en caso contrario.

Fuente: Elaboración propia.

5.3. Metodología

Para llevar a cabo nuestro análisis y contrastar si existe relación entre los niveles de efectivo de las empresas de nuestra muestra y la presencia en los órganos de gestión de mujeres, trabajamos estimando

² *Activo total neto = Activo total – Efectivo y equivalentes.*

³ *CAPEX = Inmovilizado_x – Inmovilizado_{x-1} + Amortización inmovilizado*

⁴ Según Opler et al. (1999), esta ratio es utilizada como proxy de las oportunidades de crecimiento.

⁵ Extraído de la página web de la Bolsa de Madrid (www.bolsamadrid.es), dato de capitalización.

un modelo de regresión lineal por Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO). Se trata de una metodología estadística que estudia, a través de una ecuación de una recta, la relación que existente entre dos variables, estudiando “la dependencia de una variable a explicar con respecto a una o más variables explicativas” (Castrillo y Quevedo, 2007). Utilizamos para los análisis de resultados el programa STATA 16.0 adquirido por el Departamento de Economía y Administración de Empresas y disponible en línea a través de UBULABS.

Antes de realizar el análisis de regresión, presentaremos un análisis descriptivo de las variables y un estudio de correlaciones lineales utilizando los coeficientes de correlación de Pearson (Amat, 2016). Estos coeficientes oscilan entre -1 y +1, donde los valores negativos indican que la correlación existente entre variables es negativa, esto es, que las variables están asociadas inversamente; y los valores positivos indican una correlación positiva, esto es, que las variables están asociadas directamente. Cuanto más cercano sea el valor a -1 ó +1, más fuerte será el sentido de esa relación. Por último, si resulta una correlación de 0, se entiende que no hay relación lineal entre las dos variables (CIMEC, 2021).

6.- ANÁLISIS DESCRIPTIVO

El periodo en el que hemos basado nuestro estudio está influenciado por la crisis del COVID-19, la cual ha repercutido significativamente en la evolución económica y financiera de las empresas a nivel mundial. Sufriendo la economía española una brusca caída en el año 2020, tal y como se refleja en nuestros resultados.

En primer lugar, tal y como se puede observar en la Tabla 3, visto el contexto de alta incertidumbre que atravesamos, las empresas en 2020 incrementaron sus colchones de liquidez, por motivos de precaución, para poder atender posibles necesidades futuras (Banco de España, 2021). Esto se puede apreciar en el gráfico 2 de nuestra muestra, donde en 2020 la variable de tesorería ampliada (CASH) se incrementa hasta un 11,83%, superando los datos de 2018. Siendo el nivel de tesorería promedio de 11,51% entre 2018 y 2020. Las empresas que cuentan con mayores niveles de tesorería son TR Hotel Jardín del Mar, S.A., seguida de Pharma Mar, S.A., resultado que me ha resultado curioso ya que como vemos una de ellas se dedica a la actividad hotelera que tanto ha sufrido en época de pandemia con paralización casi total de su actividad, y, por otra parte, totalmente opuesta, la otra empresa dedicada al sector farmacéutico y de elaboración de medicamentos que tanto auge ha tenido en la pandemia. Y las empresas con menor tesorería son Iberdrola, S.A. en 2018 y CIA de Dist. Int. Logista Holding, S.A. en 2020.

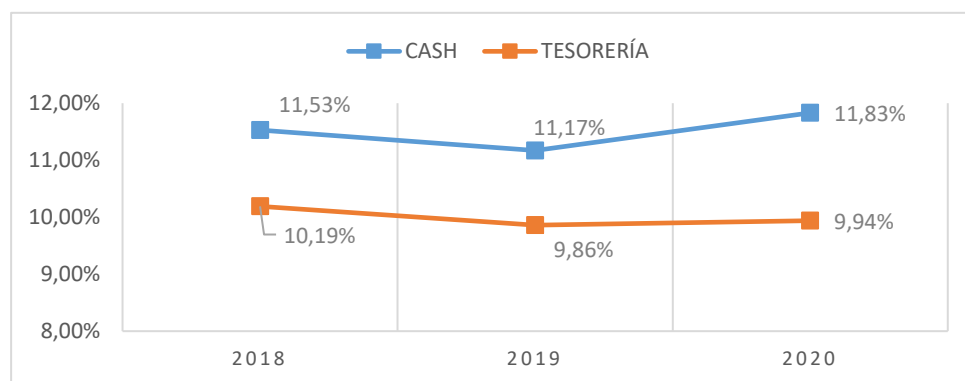
Tabla 3. Análisis estadístico descriptivo

Variable	Media total	Media 2018	Media 2019	Media 2020	Mediana total	Std. Dev. total	Min total	Max total
CASH	0,1151	0,1153	0,1117	0,1183	0,0452	0,2452	0,0000	2,6548
TESORERÍA	0,1000	0,1019	0,0986	0,0994	0,0343	0,2418	0,0000	2,6548
CEOM	0,0294	0,0294	0,0294	0,0294	0	0,1692	0	1
CHAIRWOMAN	0,0621	0,0588	0,0490	0,0784	0	0,2417	0	1
PMUJCJ	0,2163	0,1845	0,2166	0,2479	0,2222	0,1273	0	0,5714
TAM	13,5005	13,4424	13,5174	13,5417	13,5697	2,0657	7,5329	18,2705
END	0,4874	0,4997	0,4903	0,4722	0,4878	0,2479	-0,0928	0,9786
CC	1,9762	1,6404	1,9894	2,2984	1,1381	3,0330	0,02143	28,1446
CAPEXAT	0,0464	0,0561	0,0468	0,0364	0,0215	0,1610	-0,6993	0,7706
MTB	1,3748	1,3665	1,4250	1,3324	0,9093	1,3786	0,0273	7,1910
ROA	0,0343	0,0393	0,0445	0,0187	0,0218	0,1213	-0,6681	0,6880

Fuente: Elaboración propia.

En cuanto a la variable TESORERÍA, referente a la tesorería pura, también vemos que se incrementa, aunque más ligeramente de 2019 a 2020, siendo su nivel promedio en el periodo de estudio de un 10% (ver gráfico 2).

Gráfico 2. Evolución de la CASH Y TESORERÍA.

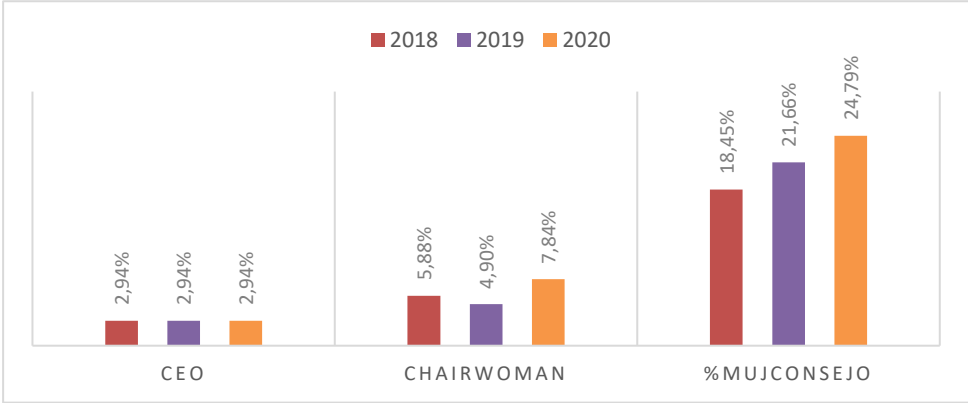


Fuente: Elaboración propia.

La crisis del COVID-19 también ha influido en la evolución de las mujeres directivas, tal y como se informa desde el periódico El País (08/03/2022), “España alcanza su récord de directivas tras la pandemia”, logrando nuestro país introducirse en el ‘top ten’ de Europa en cuanto a presencia de mujeres en la alta dirección de las empresas (Arana y Álvarez, 2022), aunque aún con este incremento, el número de

mujeres que ocupan dichos puestos sigue siendo escaso, como observamos en el grafico 3. Siendo la media de CEO una constante del 2,94%, la de *Chairwoman* de 6,21% y la de mujeres en el consejo de administración de 21,63%.

Gráfico 3. Evolución ocupación mujeres en la alta dirección.



Fuente: Elaboración propia.

Encontramos en nuestra muestra que las empresas con CEO mujer son: Adolfo Domínguez, S.A, Libertas 7, S.A., y Nicolas Correa, S.A en los 3 años estudiados. También encontramos que COCA-COLA Europacific Partners PLC, Fomento de Const. Y Contratas, S.A., Laboratorio Reig Jofre, S.A., Libertas 7, S.A., Prosegur CIA de Seguridad, S.A. mantienen una mujer ocupando el puesto de presidenta del consejo de administración (*CHAIRWOMAN*) durante el periodo de estudio; Adolfo Domínguez, S.A., Prim, S.A., Red Eléctrica Corporación, S.A. mantienen dicha condición en el año 2020 y Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A. en 2018. En cuanto al porcentaje de mujeres dentro del consejo de administración, según el código de buen gobierno de las sociedades cotizadas de febrero 2015, revisado en junio 2020, dentro de sus recomendaciones, la: *III.3.2.2 Composición del consejo de administración*, se establece que “con el objetivo de propiciar la deseable diversidad en el consejo de administración desde el punto de vista de género se recomienda que las consejeras representen al menos un 40 por ciento del total de miembros no más tarde de 2022.” (Iglesias, 2021). Y según el acuerdo cerrado por los ministros de empleo y asuntos sociales, “las empresas tendrán que poner en marcha medidas para alcanzar un objetivo mínimo del 40% de mujeres en el caso de los consejeros no ejecutivos o del 33% en el caso de todos los miembros del consejo de administración para el año 2027”. Siendo cada Estado miembro (y no a las empresas) los que tengan que optar por una de las 2 opciones, es decir, si aplicar el 40% para los administradores no ejecutivos o el 33% para todos los miembros del consejo (Martínez, 2022). También entran en materia los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) que son un conjunto de “metas” establecidas por la Organización de Naciones Unidas introducidos en la Agenda 2030, con la búsqueda de la igualdad de géneros se contribuye con los objetivos: 5. Igualdad de

Género y 8. Trabajo Decente y Crecimiento Económico. Siguiendo estas indicaciones, en nuestra muestra las empresas que cumplen que su consejo este conformado al menos por un 33% de mujeres (estando marcadas en amarillo aquellas que superan un 40%) se muestran en la tabla A3 del anexo.

Si nos fijamos en la tabla 4, podemos observar la situación de ocupación de mujeres en los diferentes puestos analizados en nuestro estudio. El puesto de CEO solo está ocupado por mujeres en mayor o menor medida en los sectores de Mat. Básicos, Industria y Construcción (G2), Bienes de consumo(G3) y en el sector Servicios inmobiliarios (G7). El puesto de presidente del consejo de administración (*Chairwoman* en inglés), está ocupado en los sectores de Petróleo y Energía (G1), Mat. Básicos, Industria y Construcción (G2), Bienes de consumo (G3), Servicios de consumo (G4) y en el sector Servicios inmobiliarios (G7). Y mujeres dentro de los consejos de administración hay en todos los sectores de nuestra muestra, siendo el sector G6 correspondiente a Tecnología y Telecomunicaciones el que cuenta con un mayor porcentaje (24,45%), seguido por el 22,86% correspondiente a las empresas dedicadas a la actividad de Petróleo y Energía (G1).

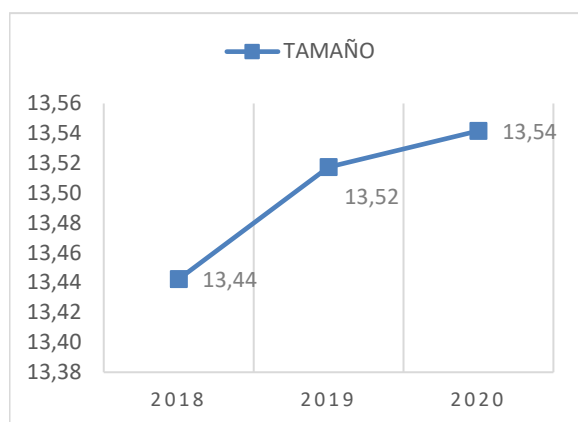
Tabla 4. Porcentaje ocupación de mujeres por sector.

GRUPO IGBM	%muestra	CEOM	CHAIRWOMAN	%MUJCONSEJO
G1	8,82%	0,00%	3,70%	22,86%
G2	28,43%	3,45%	4,60%	20,08%
G3	22,55%	4,35%	11,59%	21,46%
G4	19,61%	0,00%	5,00%	22,46%
G6	6,86%	0,00%	0,00%	24,45%
G7	13,73%	7,14%	7,14%	21,77%

Fuente: Elaboración propia.

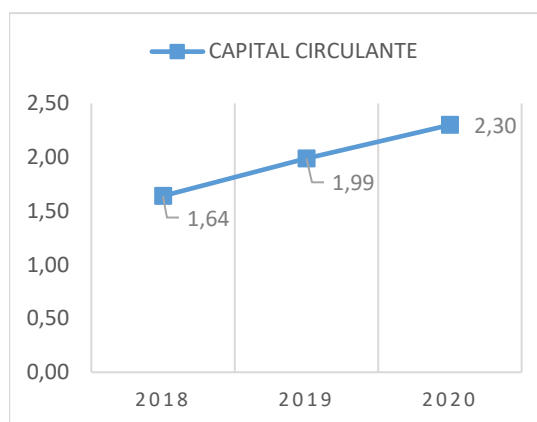
Por otro lado, podemos observar que el valor medio del tamaño de la empresa en el periodo estudiado es de 13,50 (en logaritmo), evolucionando ligeramente al alza con el transcurso de los años (véase en el gráfico 4), lo que quiere decir que las empresas han aumentado sus activos totales. Al igual que pasa con el capital circulante, su valor medio es de 1,97. En el gráfico 5, se ve como el capital circulante sufre un gran incremento sobre todo en 2020, debido al aumento del activo corriente y notable descenso en el pasivo corriente de las empresas.

Gráfico 4. Evolución del tamaño de la empresa.



Fuente: Elaboración propia.

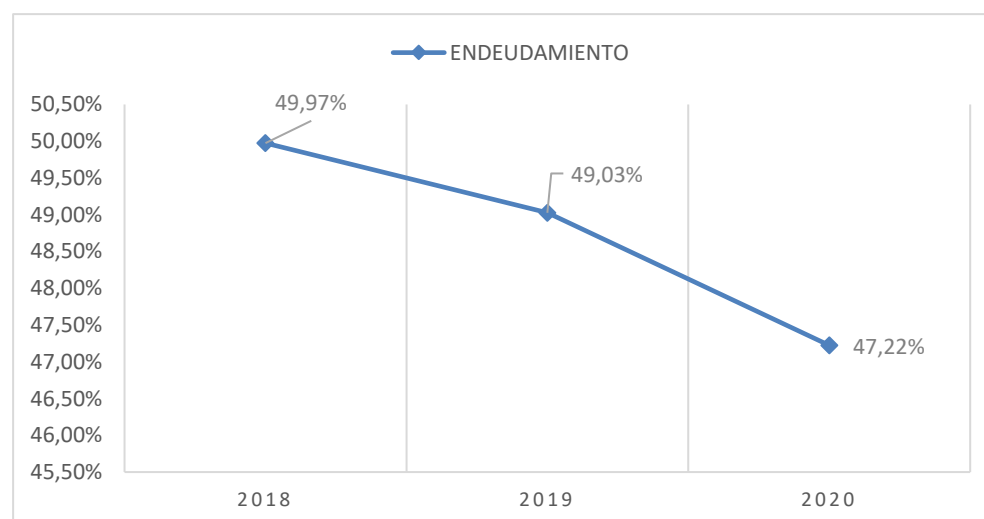
Gráfico 5. Evolución del capital circulante.



Fuente: Elaboración propia.

El incremento en las tenencias de efectivo de las empresas también se explica por el aumento del endeudamiento de las empresas y de sus activos financieros. Con dicha crisis, las sociedades no financieras interrumpieron su proceso de desapalancamiento, ya que, al obtener menores ingresos, las empresas acudieron a contraer un mayor endeudamiento para acumular liquidez y poder hacer frente a sus mayores necesidades de liquidez a corto plazo (Banco de España, 2021), cosa que no podemos contrastar en nuestra muestra (gráfico 6), ya que el endeudamiento con el que estamos trabajando es el general, y como podemos ver desciende, siendo su promedio de 48,74%. Si descompusiéramos este endeudamiento diferenciando entre el corto y largo plazo veríamos que lo anteriormente expuesto se cumple.

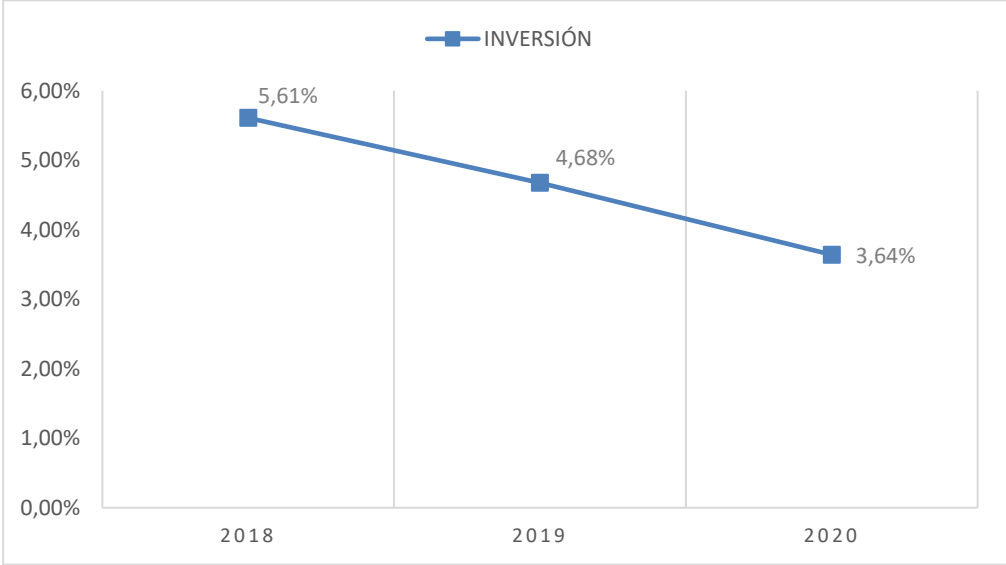
Gráfico 6. Evolución del endeudamiento.



Fuente: Elaboración propia.

Y por una reducción en las inversiones en capital fijo, que se traduce en que las empresas que tienen excedentes en vez de destinarlos a invertir, los acumulan en forma de activos líquidos buscando dicho colchón de liquidez. Como podemos corroborar en el gráfico 7, donde la inversión sufre una fuerte caída en 2020, descendiendo hasta un 3,64%, siendo el promedio del periodo de un 4,64%.

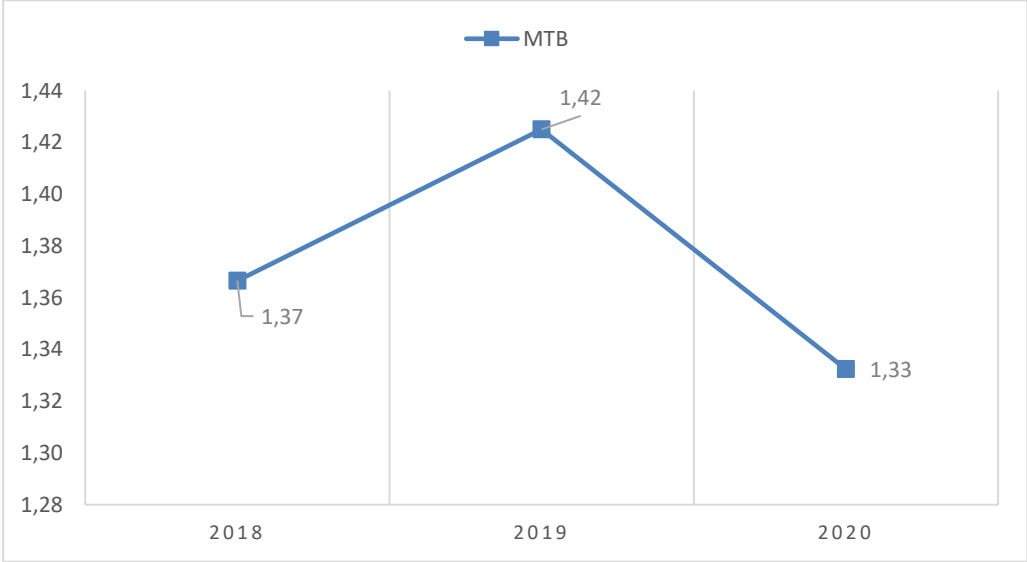
Gráfico 7. Evolución de la inversión.



Fuente: Elaboración propia.

Relacionado al descenso de la inversión, es totalmente entendible la caída de las oportunidades de crecimiento, medidas en nuestro modelo a través de la ratio Market to book (ver gráfico 8).

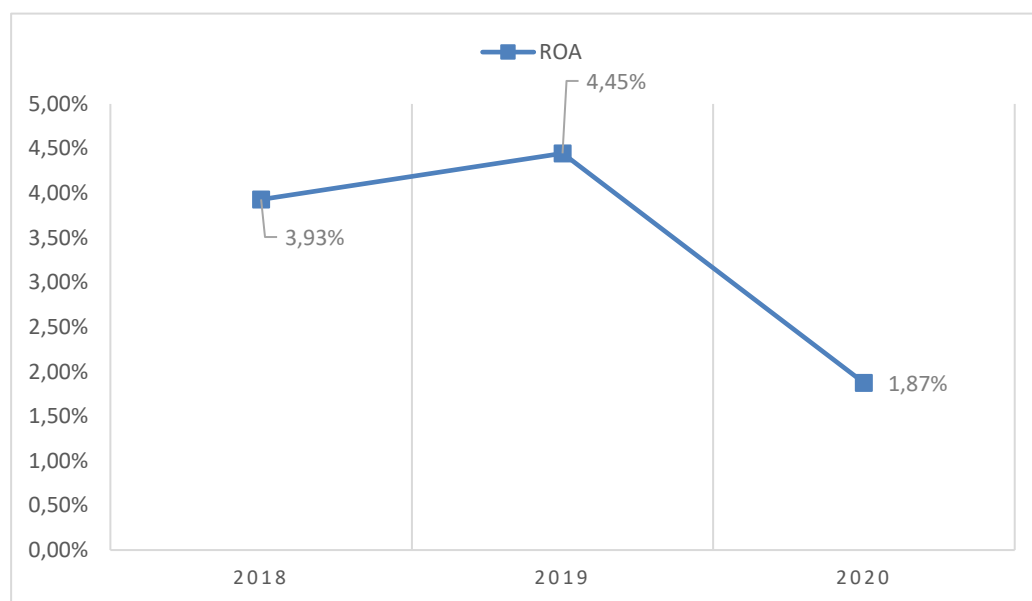
Gráfico 8. Evolución de las oportunidades de crecimiento.



Fuente: Elaboración propia.

Por último, también la rentabilidad de los activos (ROA), sufre un drástico descenso (gráfico 9), debido a las restricciones a la actividad y a la movilidad durante el tiempo de pandemia que aumentaron los resultados negativos de las empresas, dando lugar a este deterioro de ratios. También desde el Banco de España se informa que toda esta situación vivida ha dado lugar a un intenso proceso de destrucción empresarial, descendiendo notablemente el número de empresas registradas en la Seguridad Social. Esto puede comprobarlo mientras observaba datos del gobierno corporativo en la CNMV, donde me sorprendió la cantidad de empresas que estaban en liquidación o situación de desaparición o fusión.

Gráfico 9. Evolución de la ratio de rentabilidad.



Fuente: Elaboración propia.

Antes de llevar a cabo el análisis explicativo mediante regresión lineal, analizamos la correlación entre las variables usando los coeficientes de correlación de Pearson. Como podemos observar en la Tabla 5, no existen problemas de correlaciones altas entre las variables que hemos empleado en el modelo. Si bien la relación más notable es la de la ratio de TESORERÍA con la de CASH, no preocupándonos ya que la ratio TESORERÍA se corresponde con el efectivo puro o tesorería no ampliada, esto es, el dinero en efectivo que hay dentro de la tesorería de la empresa, lo que es lo mismo al dinero que hay en bancos. Y la ratio de CASH, corresponde a la tesorería ampliada, teniéndose en cuenta las inversiones financieras temporales. Por esto se entiende la alta correlación de 98,14% que existe entre estas variables.

Tabla 5. Matriz de correlación de Pearson.

	CASH	TESORERÍA	CEOM	CHAIRWOMAN	PMUJCJ	TAM	END	CC	CAPEXAT	MTB	ROA
CASH	1	0,98	0,05	0,00	0,14	-0,24	-0,12	0,28	0,01	-0,02	0,10
TESORERÍA	0,98	1	0,01	-0,04	0,14	-0,23	-0,13	0,28	0,01	-0,03	0,10
CEOM	0,05	0,01	1	0,27	0,28	-0,21	-0,08	0,02	-0,06	-0,09	-0,08
CHAIRWOMAN	0,00	-0,04	0,27	1	0,18	0,03	-0,10	0,01	0,01	0,05	-0,02
PMUJCJ	0,14	0,14	0,28	0,18	1	0,15	-0,14	0,21	-0,04	-0,02	0,09
TAM	-0,24	-0,23	-0,21	0,03	0,15	1	0,19	-0,09	0,03	-0,20	0,12
END	-0,12	-0,13	-0,08	-0,10	-0,14	0,19	1	-0,41	-0,09	-0,22	-0,17
CC	0,28	0,28	0,02	0,01	0,21	-0,09	-0,41	1	0,06	0,07	0,10
CAPEXAT	0,01	0,01	-0,06	0,01	-0,04	0,03	-0,09	0,06	1	0,13	0,22
MTB	-0,02	-0,03	-0,09	0,05	-0,02	-0,20	-0,22	0,07	0,13	1	0,23
ROA	0,10	0,10	-0,08	-0,02	0,09	0,12	-0,17	0,10	0,22	0,23	1

Fuente: Elaboración propia.

7.- ANÁLISIS EXPLICATIVO

Los resultados del análisis explicativo se presentan en la tabla 6. Hemos estimado cuatro modelos de regresión, uno con cada una de las tres variables explicativas que mide la presencia de mujeres en la dirección y el consejo de administración (CEOM, CHAIRWOMAN y PMUJERCJ) y un último modelo aunando las tres variables conjuntamente. En la primera columna (CASH (1)) la variable explicativa tomada es CEOM, y los resultados no permiten contrastar que está influya sobre el nivel de efectivo, porque su nivel de significatividad⁶ es inferior al 90%. Ello nos conduce a concluir que no podemos contrastar que cuando el CEO es una mujer, las tenencias de efectivo sean mayores. En la segunda columna (CASH (2)) obtenemos el mismo resultado, esta vez, con la variable CHAIRWOMAN, tal que no podemos contrastar que influya en la tesorería de la empresa. Sin embargo, en la tercera columna (CASH (3)), tomamos como variable explicativa el porcentaje de mujeres en el consejo de administración (PMUJERCJ), siendo significativa al 94,1% y con signo positivo. Se contrasta por tanto la hipótesis de

⁶ Medido por la T-student.

que cuantas más mujeres hay en el consejo de administración de una empresa, mayor es la tesorería de la empresa. Por último, estimamos en la columna 4 la regresión aunando las tres variables anteriores (CASH (4)). Los resultados de esta regresión confirman los obtenidos en las estimaciones individuales, esto es, se sigue contrastando solamente la relación entre el porcentaje de mujeres en el consejo y el nivel de *cash*.

Tabla 6. Análisis estimaciones del modelo con variable CASH.

	CASH (1)		CASH (2)		CASH (3)		CASH (4)	
CEOM	-0,0057						-0,0663	
	(0,0764)						(0,0836)	
CHAIRWOMAN			0,0178				0,0114	
			(0,0526)				(0,0549)	
PMUJERCJ					0,2200	*	0,2501	**
					(0,1158)		(0,1240)	
TAM	-0,0352	***	-0,0354	***	-0,0375	***	-0,0393	***
	(0,0076)		(0,0075)		(0,0075)		(0,0079)	
END	-0,0057		-0,0033		0,0092		0,0092	
	(0,0686)		(0,0688)		(0,0685)		(0,0688)	
CC	0,0246	***	0,0247	***	0,0228	***	0,0225	***
	(0,0059)		(0,0059)		(0,0059)		(0,0059)	
CAPEXAT	-0,0199		-0,0198		-0,0058		-0,0063	
	(0,0886)		(0,0885)		(0,0882)		(0,0885)	
MTB	-0,0346	***	-0,0346	***	-0,0334	***	-0,0345	***
	(0,0112)		(0,0111)		(0,0110)		(0,0112)	
ROA	0,2839	**	0,2866	**	0,2678	**	0,2662	**
	(0,1301)		(0,1303)		(0,1295)		(0,1302)	
Constante	0,4684	***	0,4672	***	0,4524	***	0,4758	***
	(0,1125)		(0,1088)		(0,1083)		(0,1126)	
Sector	Incluidos		Incluidos		Incluidos		Incluidos	
Años	Incluidos		Incluidos		Incluidos		Incluidos	
Observaciones	267		267		267		267	
Metodología	MCO		MCO		MCO		MCO	
Test F	4,39		4,40		4,71		4,14	
Prob F	0,0000		0,0000		0,0000		0,0000	
R-squared	0,1515		0,1519		0,1635		0,1589	
VIF	1,56		1,55		1,57		1,55	

Fuente: Elaboración propia.

Con respecto a las variables de control, encontramos que el tamaño de la empresa (TAM), el capital circulante (CC), la variable *market to book* (MTB) y la ROA tienen influencia sobre la variable CASH.

Mientras el tamaño de la empresa y el MTB influyen negativamente, el capital circulante y la rentabilidad económica de la empresa lo hacen positivamente. Explicaremos más adelante (en conclusiones) estos resultados al hilo de las teorías comentadas en el apartado teórico de nuestro TFG.

Asimismo, he de comentar que, en las 4 regresiones expuestas, si nos fijamos en los diferentes estadísticos, el Test F nos indica que el modelo es significativo en su conjunto, queriendo esto decir que, de manera conjunta, el modelo explica la variación de la variable tesorería. La R^2 o coeficiente de determinación, es una ratio que oscila entre 0 y 1 (si $R^2=1$, indica un ajuste perfecto), e indica en qué proporción las variaciones de la variable dependiente son explicadas por el modelo (Castrillo y De Quevedo, 2007). Cuanto más elevado es el valor, más estarán explicando las variables escogidas la variabilidad de la ratio de *cash*. En nuestro modelo, este coeficiente se encuentra oscilando entre 0,1515 y 0,1635, el cual es un nivel un poco bajo. No obstante, este nivel puede ser debido al especial periodo del estudio (en pandemia) así como a numerosos factores que no hemos planteado en nuestro estudio tales como factores institucionales (como el marco legal) y macroeconómicos (como el PIB, la inflación, etc.) que pueden estar influyendo sobre el nivel de tesorería de las empresas. Por último, el VIF (factor de agrandamiento de la varianza), en todas las regresiones es inferior a 4, no existiendo por tanto problemas de multicolinealidad.

Para comprobar la robustez de los resultados encontrados anteriormente, también hemos calculado las diferentes regresiones, pero tomando como variable dependiente la ratio de TESORERÍA, esto es, el efectivo que la empresa tiene en caja, bancos y cuentas corrientes. Tal y como se muestra en la tabla 7, los resultados concuerdan con los anteriormente expuestos, siendo únicamente significativo el porcentaje de mujeres dentro del consejo de forma positiva. Y, por otro lado, el tamaño de la empresa y la variable *market to book* negativamente y el capital circulante y la ROA pero con relación positiva, pudiendo llegar a las mismas conclusiones expuestas a continuación.

Tabla 7. Análisis estimaciones del modelo con variable TESORERÍA.

	TESORERÍA (1)		TESORERÍA (2)		TESORERÍA (3)		TESORERÍA (4)	
CEOM	-0,0567 (0,0751)						-0,1095 (0,0819)	
CHAIRWOMAN			-0,0271 (0,0517)				0,0279 (0,0538)	
PMUJERCJ					0,2212 (0,1139)	*	0,2889 (0,1214)	**
TAM	-0,0352 (0,0075)	***	-0,0337 (0,0074)	***	-0,0365 (0,0074)	***	-0,0390 (0,0077)	***
END	-0,0278 (0,0674)		-0,0282 (0,0676)		-0,0102 (0,0673)		0,0146 (0,0674)	
CC	0,0235 (0,0058)	***	0,0236 (0,0058)	***	0,0218 (0,0058)	***	0,0210 (0,0058)	***
CAPEXAT	-0,0181 (0,0870)		-0,0159 (0,0870)		-0,0021 (0,0867)		-0,0015 (0,0866)	
MTB	-0,0360 (0,0110)	***	-0,0349 (0,0109)	***	-0,0340 (0,0109)	***	-0,0354 (0,0109)	***
ROA	0,2709 (0,1278)	**	0,2678 (0,1281)	**	0,2556 (0,1273)	**	0,2447 (0,1275)	*
Constante	0,4703 (0,1105)	***	0,4477 (0,1069)	***	0,4351 (0,1064)	***	0,4702 (0,1102)	***
Sector	Incluidos		Incluidos		Incluidos		Incluidos	
Años	Incluidos		Incluidos		Incluidos		Incluidos	
Observaciones	267		267		267		267	
Metodología	MCO		MCO		MCO		MCO	
Test F	4,37		4,34		4,65		4,24	
Prob F	0,0000		0,0000		0,0000		0,0000	
R-squared	0,1506		0,1496		0,1612		0,2134	
VIF	1,56		1,55		1,57		1,55	

Fuente: Elaboración propia.

8.- CONCLUSIONES

El objetivo de este trabajo fin de grado ha sido analizar la influencia de las mujeres como directivas/administradoras sobre el nivel de tesorería de la empresa. Para ello, hemos utilizado una muestra de 102 empresas españolas cotizadas durante 3 años (2018, 2019 y 2020) de las que hemos consultado, en los informes de gobierno corporativo publicados en la CNMV, su información sobre el

género de su principal directivo/a (CEO), de su presidente/a del consejo de administración (CHAIRWOMAN) y el porcentaje de mujeres en el consejo de administración (PMUJERCJ). Con estos datos y los datos financieros extraídos de SABI, estimamos varios modelos de regresión.

Iniciamos nuestro presente trabajo revisando la literatura existente, identificando los determinantes clave que influyen sobre las tenencias de efectivo y finalmente, planteando la cuestión base del estudio, esto es, la relevancia que tiene el género en el gobierno de la organización. Los resultados del análisis descriptivo muestran que el porcentaje de mujeres que ocupan dichos puestos se ha mantenido constante en el caso del cargo de CEO, ha aumentado en el caso de presidenta del consejo y, en cuanto al porcentaje de mujeres que conforman el consejo de administración, ha aumentado ligeramente, siendo este último dato crucial en nuestro estudio debido a los resultados encontrados respecto a las tenencias de efectivo.

Así, en los resultados del análisis de regresión llevado a cabo encontramos que sólo el porcentaje de mujeres en el consejo influye sobre la ratio de tesorería/cash (ver tabla 8). Este resultado va en línea con los estudios referenciados en la parte teórica tal que las mujeres al ser más aversas al riesgo y por los motivos de precaución, persiguen mayores niveles de tesorería.

Nuestros resultados muestran que cuanto mayor es la presencia de mujeres en el consejo de administración, mayor es el nivel de efectivo que mantiene la empresa, lo que implica que la forma de gestión femenina influye en la toma de decisiones empresariales y ese mayor nivel de efectivo puede conducir a un menor riesgo de insolvencia. Esto es fundamental sobre todo en la coyuntura de crisis actual, donde el aumento de la presencia femenina en los consejos de administración podría fomentar la supervivencia de las empresas.

Tabla 8. Comparativa de la relación esperada y la encontrada de las variables de género.

FACTORES	RELACIÓN ESPERADA	RELACIÓN ENCONTRADA	
CEOM	Positivo	No significativa	✗
CHAIRWOMAN		No significativa	✗
PMUJJCJ		Significativa	✓

Fuente: Elaboración propia.

Asimismo, con respecto a las variables de control del modelo, podemos observar que sólo se contrastan el tamaño de la empresa, el capital circulante, el *market to book* y su rentabilidad económica (véase en la tabla 9).

Estos resultados deben interpretarse a la luz de las teorías y la literatura referenciada en el marco teórico del TFG. Así, en el marco teórico señalábamos que están significativamente relacionados el tamaño de la empresa con la tenencia de efectivo, pero no conocíamos el sentido de su relación. Tras los resultados obtenidos podemos señalar una relación significativa e inversa, tal y como apuntaba la teoría del *trade off*, cumpliéndose la hipótesis de que, a mayor tamaño de la empresa, menores saldos de tesorería. En cuanto a la variable de capital circulante, en la teoría optamos por plantear una relación negativa entre el capital circulante y la tenencia de efectivo. Tras el análisis explicativo llevado a cabo, encontramos que existe una relación significativa, pero con signo positivo. Este cambio con respecto a lo esperado puede ser debido a motivos de precaución, más aún en el entorno de alta incertidumbre en el que nos encontramos actualmente.

Otra de las variables que resultó significativa en nuestro estudio fue la de oportunidades de crecimiento, medida por el *market to book*, encontrando una relación negativa con las tenencias de efectivo, como esperaba en parte la teoría del *free cash flow*. Como argumentaba la literatura de Ferreira y Vilela (2004), cuantas mayores son las oportunidades de crecimiento de la empresa, menores son sus niveles de tesorería, ya que estas empresas en vez de guardar el efectivo en tesorería lo emplearán en aprovechar esas oportunidades de crecimiento, invirtiendo el efectivo en los diferentes proyectos de crecimiento.

Por último, la variable rentabilidad económica se relaciona significativamente y de forma positiva con las tenencias de efectivo de las empresas. Estos resultados empíricos enlazan con la teoría del *pecking order*, que defiende que cuanto mayor es la rentabilidad (ROA), mayor es la tesorería.

Tabla 9. Relación esperada vs Relación encontrada de los determinantes de efectivo

FACTORES	RELACIÓN ESPERADA			RELACIÓN ENCONTRADA
	Tª <i>trade-off</i>	Tª <i>pecking order</i>	Tª <i>free cash flow</i>	
Tamaño de la empresa	Negativo	Positivo	Positivo	Significativa y negativo
Endeudamiento	Negativo/Positivo	Negativo	Negativo	No significativa
Otros activos líquidos	Negativo	-	-	Significativa y positivo
Inversión	-	-	-	No significativa
Oportunidades de crecimiento	Positivo	Positivo	Positivo/ Negativo	Significativa y negativo
Rentabilidad	-	Positivo	-	Significativa y positivo

Fuente: Elaboración propia.

Nuestro trabajo presenta varias limitaciones. En primer lugar, el periodo de estudio está fuertemente influenciado por la situación atípica de la pandemia, la cual ha alterado y modificado el curso habitual de toda la coyuntura económica. En este sentido, sería interesante analizar esta relación en los próximos años postpandemia. Asimismo, el estudio se centra en empresas cotizadas, esto es, aquellas que están sometidas a mayor supervisión por parte de los inversores, lo que puede afectar a los niveles de tesorería. Sería interesante estudiar esta relación en una muestra de Pymes.

Asimismo, el tema abordado es muy cambiante dependiendo del entorno en el que se estudie. Así, muchas de las investigaciones que abordan los factores que influyen en la tenencia de efectivo se basan en otros mercados como por ejemplo los mercados anglosajones, siendo escasas las investigaciones que se ciñen al mercado español. En este sentido, existen importantes divergencias entre ambos mercados, en cuanto a que el mercado español cuenta con una menor protección de los inversores y un menor desarrollo de los mercados de capitales, contando también nuestro país con una estructura de propiedad que nada se parece a la de los países anglosajones, existiendo una menor separación entre propiedad y control (Solano y Teruel, 2005). Otra cuestión clave en la que diferimos con los países anglosajones es que, pese a que todos los países desarrollados hayan introducido Códigos de Buen Gobierno, una gran parte de las empresas de los países de la Europa continental comenzaron a usar estas prácticas de buen gobierno a principios de este siglo, mientras las empresas de los países anglosajones llevaban haciéndolo desde una década antes (Castaño et al., 2009). En definitiva, sería interesante estudiar cómo los factores institucionales pueden afectar a la relación entre mujeres en el gobierno y liquidez de la empresa.

No obstante, pese a las limitaciones comentadas, el objetivo de nuestro trabajo fin de grado era esclarecer la influencia del género sobre la política de tesorería para una muestra de empresas cotizadas españolas. Y los resultados de nuestro estudio muestran que cuantas más mujeres hay en el consejo, mayor es la tesorería que mantiene la empresa.

9.- BIBLIOGRAFÍA

Adams, R.B., & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics*, 94(2), 291–309.

Aftab, U., Javid, A. Y., & Akhter, W. (2018). The determinants of cash holdings around different regions of the world. *Business and Economic Review*, 10(2), 151-181.

Amat, J. (2016). Correlación lineal y Regresión lineal simple. *Recuperado de: https://www.cienciadedatos.net/documentos/24_correlacion_y_regresion_lineal#Regresi%C3%B3n_lineal_simple*.

Anjum, S., & Malik, Q. A. (2013). Determinants of corporate liquidity-An analysis of cash holdings. *Journal of Business and Management*, 7(2), 94-100.

as Leaders, I. W. (2015). La mujer directiva en España. *PriceWaterHouseCoopers SL*.

Banco de España (2021). Resultados de las empresas no financieras hasta el cuarto trimestre de 2020. Un avance de cierre del ejercicio. *Boletín Económico*, 2/2021. Disponible en: <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/>

Barber, B. M. y T. Odean. 2001. "Boys will be boys: gender, overconfidence, and common stock investment". *The Quarterly Journal of Economics*, 116 (1), 261–292.

Bates, T. W., Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2009). Why do US firms hold so much more cash than they used to?. *The journal of finance*, 64(5), 1985-2021.

Baumol, W. J. (1952). The transactions demand for cash: An inventory theoretic approach. *The Quarterly journal of economics*, 545-556.

Brachfield, P. (2019). La importancia de la tesorería en la esfera empresarial. Disponible en: <https://perebrachfield.com/blog/noticias-e-informaciones/la-importancia-de-la-tesoreria-en-la-esfera-empresarial/> (Consultado el 17.02.2022).

Brealey, RA, Myers, SC y Allen, F. (2018). *Principios de Finanzas Corporativas-12* . AMGH.

Campbell, K., Mínguez-Vera, A., 2008. Gender diversity in the boardroom and firm financial performance. *J. Bus. Ethics* 83, 435–451.

Castaño Collado, C., Laffarga Briones, J., Iglesias Fernández, C., Fuentes Ruiz, P. D., Martín Fernández, J., Llorente Heras, R., ... & Martínez Cantos, J. L. (2009). *Mujeres y poder empresarial en España*.

Coefficiente correlación de Pearson: ¿qué es y cómo se interpreta? (2021, February 19). CIMEC. <https://www.cimec.es/coeficiente-correlacion-pearson/>

de Anca, C., & Aragón, S. (2007). La mujer directiva en España: catalizadores e inhibidores en las decisiones de trayectoria profesional. *Academia. Revista Latinoamericana de Administración*, (38), 45-63.

Dittmar, A., Mahrt-Smith, J., & Servaes, H. (2003). International corporate governance and corporate

Doan, T., & Iskandar-Datta, M. (2020). Are female top executives more risk-averse or more ethical? Evidence from corporate cash holdings policy. *Journal of Empirical Finance*, 55, 161-176.

Estebán, L. (2007): Consejos de administración y creación de valor: la perspectiva del género, Tesis Doctoral, Universidad de Zaragoza.

Faccio, M.; Marchica, M. T. y Mura, R. (2016). CEO gender, corporate risk-taking, and the efficiency of capital allocation. *Journal of Corporate Finance*, 39(C), 193-209.

Fernández, A.I. y otros (1994). Introducción a las finanzas. Editorial Vivitas, S.A.

Ferreira, M. A., & Vilela, A. S. (2004). Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries. *European Financial Management*, 10(2), 295-319.

Finol, A. A. (2015). La Tesorería como unidad estratégica en la gerencia actual. *Revista Venezolana de Gerencia*, 20(71), 557-560.

Foley, C. F., Hartzell, J. C., Titman, S., & Twite, G. (2007). Why do firms hold so much cash? A tax-based explanation. *Journal of financial economics*, 86(3), 579-607.

Helgesen, S. (1990). La ventaja de ser mujer. *Colección Mujeres en Management. Barcelona: Ediciones Granica*.

Iglesias, O. (2021). IGUALDAD EN LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN: CON EL PROCURARÁN NO BASTA. Disponible en: <https://fundacionsistema.com/igualdad-en-los-consejos-de-administracion-con-el-procuraran-no-basta/> (Consultado el 17.03.2022).

Instituto de la Mujer. Castrillo, L. y de Quevedo, E. (2007). *Análisis Multivariante y Causal: Modelo de Regresión Lineal*. Impartido en la asignatura "Metodología y técnicas de investigación" del Master de Investigación Interuniversitario "Nuevas tendencias en dirección de empresas".

Jamil, S., Anwar, A., Afzaal, N., Tariq, A., & Asif, M. (2016). Determinants of corporate cash holdings: empirical analysis of Pakistani firms. *IOSR Journal of Economics and Finance*, 7(3), 29-35.

Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323–329. <http://www.jstor.org/stable/1818789>

Keynes, J. M. (1936). *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*. Fondo de cultura económica.

La Rocca, M., La Rocca, T., Staglianó, R., Vecellio, P., & Montalto, F. (2019). Gender diversity, cash holdings and the role of the institutional environment: empirical evidence in Europe. *Applied Economics*, 51(29), 3137-3152.

LODEN, Marilyn. *Femenine leadership, or How to succeed in business without being one of the boys*. London: Times Books, 1987. 306 p. ISBN: 0812912403.

López, F., & Soriano, N. (2014). *Gestión de tesorería. que consiste y como debe Abordarse*.

Maheshwari, Y., & Rao, K. V. (2017). Determinants of corporate cash holdings. *Global Business Review*, 18(2), 416-427.

Martínez, S. (2022). La UE aprueba fijar una cuota del 40% de mujeres en los consejos de administración de las empresas. Disponible en: <https://www.epe.es/es/economia/20220314/ue-cuota-40-mujeres-consejos-administracion-empresas-13370631> (Consultado el 17.03.2022).

Matsa, D. A., & Miller, A. R. (2013). A female style in corporate leadership? Evidence from quotas. *American Economic Journal: Applied Economics*, 5(3), 136-69.

Miller, M. H., & Orr, D. (1966). A Model of the Demand for Money by Firms. *The Quarterly journal of economics*, 80(3), 413-435.

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), 187-221.

Olsen, R. A. y C. M. Cox. 2010. "The influence of gender on the perception and response to investment risk: the case of professional investors". *Journal of Psychology and Financial Markets*, 2 (1), 29–36.

Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of financial economics*, 52(1), 3-46.

Organización Internacional del Trabajo. (2019). *Las mujeres en la gestión empresarial. Argumentos para un cambio*.

Ozkan, A., & Ozkan, N. (2004). Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies. *Journal of banking & finance*, 28(9), 2103-2134.

RAMOS LÓPEZ, Amparo; BARBERÁ HEREDIA, Esther y SARRIÓ CATALÁ, Maite. Mujeres directivas, espacio de poder y relaciones de género. *Anuario de Psicología*, vol. 34 nº 2, 2003, p. 267-278.

REDONDO CRISTÓBAL, Mercedes y JIMENO DE LA MAZA, Francisco Javier. El escenario de la desigualdad de género en la esfera de los negocios en cuatro actos. Disponible en: <http://wzar.unizar.es/siem/articulos/Premios/Escenario.pdf>.

Sánchez, M. J. F. (2021). El impacto de la crisis sanitaria sobre las cuentas de los hogares y de las empresas. *Cuadernos de Información económica*, (282), 27-35.

Solano, P. M., & Teruel, P. J. G. (2005). Determinantes del nivel de tesorería: un estudio empírico para empresas cotizadas en el mercado español. *Revista de economía financiera*, (5), 8-31.

Xie, Z., L. Page y B. Hardy. 2017. "Investigating Gender Differences under Time Pressure in Financial Risk Taking". *Frontiers in Behavioral Neuroscience*, 11, 93–13. <https://doi.org/10.3389/fnbeh.2017.00246>

10.- ANEXOS

Tabla A1. Listado empresas de la muestra y su grupo IGBM.

EMPRESA	GRUPO	EMPRESA	GRUPO
ABENGOA, S.A.	1	IBERPAPPEL GESTION, S.A.	3
ACCIONA, S.A.	2	INDRA SISTEMAS, S.A., SERIE A	6
ACERINOX, S.A.	2	INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL, S.A. "INDITEX"	3
ACS, ACTIVIDADES DE CONST. Y SERVICIOS S.A.	2	INMOBILIARIA COLONIAL SOCIMI, S.A.	7
ADOLFO DOMINGUEZ, S.A.	3	INMOBILIARIA DEL SUR, S.A.	7
AEDAS HOMES, S.A.	7	INNOVATIVE SOLUTIONS ECOSYSTEM, S.A.	4
AENA, S.M.E, S.A.	4	INTERNATIONAL CONSOLIDAT. AIRLINES GROUP	4
AIRTIFICIAL INTELLIGENCE STRUCTURES, S.A.	2	LABORATORIO REIG JOFRE, S.A.	3
ALMIRALL, S.A.	3	LABORATORIOS FARMACEUTICOS ROVI, S.A.	3
AMADEUS IT GROUP, S.A.	6	LAR ESPAÑA REAL ESTATE SOCIMI, S.A.	7
AMPER, S.A.	6	LIBERTAS 7, S.A.	7
AMREST HOLDINGS, S.E.	4	LINGOTES ESPECIALES, S.A.	2
APPLUS SERVICES, S.A.	2	MEDIASET ESPAÑA COMUNICACIÓN, S.A.	4
ARIMA REAL ESTATE SOCIMI, S.A.	7	MELIA HOTELS INTERNATIONAL, S.A.	4
ATRESMEDIA CORP. DE MEDIOS DE COM., S.A.	4	MERLIN PROPERTIES, SOCIMI, S.A.	7
AUDAX RENOVABLES, S.A.	1	MIQUEL Y COSTAS& MIQUEL, S.A.	3
AZKOYEN S.A.	2	MONTEBALITO, S.A.	7
BODEGAS RIOJANAS, S.A.	3	NATURGY ENERGY GROUP, S.A.	1
BORGES AGRICULTURAL & INDUST. NUTS, S.A.	3	NATURHOUSE HEALTH, S.A.	3
PROSEGUR CASH, S.A.	4	NEINOR HOMES, S.A.	7
CELLNEX TELECOM, S.A.	6	NH HOTEL GROUP, S.A.	4
CIA. DE DIST. INTEG. LOGISTA HOLDINGS	4	NICOLAS CORREA, S.A.	2
CIA. ESPAÑOLA VIVIENDAS EN ALQUILER, S.A.	7	NUEVA EXPRESION TEXTIL, S.A.	3
CIA. LEVANTINA, EDIFICACION DE O. PUBLICAS	2	NYESA VALORES CORPORACION, S.A.	7
CIE AUTOMOTIVE, S.A.	2	OBRASCON HUARTE LAIN, S.A.	2
CLINICA BAVIERA, S.A.	4	ORYZON GENOMICS, S.A.	3

EMPRESA	GRUPO	EMPRESA	GRUPO
COCA-COLA EUROPACIFIC PARTNERS PLC	3	PESCANOVA, S.A.	3
CODERE, S.A.	4	PHARMA MAR, S.A.	3
CONSTRUCC. Y AUX. DE FERROCARRILES, S.A.	2	PRIM, S.A.	3
CORP. EMPRESARIAL DE MAT. CONSTRUCC. S.A.	2	PROMOTORA DE INFORMACIONES, S.A.	4
DEOLEO, S.A.	3	PROSEGUR, CIA. DE SEGURIDAD, S.A.	4
DESARROLLOS ESPE. DE SISTEMAS DE ANCLAJES	2	REALIA BUSINESS, S.A.	7
DIA-DISTRIBUIDORA INT. DE ALIMENT. S.A.	4	RED ELECTRICA CORPORACION, S.A.	1
DURO FELGUERA, S.A.	2	RENTA CORP. REAL ESTATE, S.A.	7
EBRO FOODS, S.A.	3	REPSOL, S.A.	1
EDREAMS ODIGEO, S.A.	4	SACYR, S.A.	2
ELECNOR S.A.	2	SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY, S.A.	2
ENAGAS, S.A.	1	SOLARIA ENERGIA Y MEDIO AMB, S.A.	1
ENCE ENERGIA Y CELULOSA, S.A.	3	SQUIRREL MEDIA, S.A.	4
ENDESA, S.A.	1	TALGO, S.A.	2
ERCROS S.A.	2	TECNICAS REUNIDAS, S.A.	2
FAES FARMA, S.A.	3	TELEFONICA, S.A.	6
FERROVIAL, S.A.	2	TR HOTEL JARDIN DEL MAR, S.A.	4
FLUIDRA, S.A.	2	TUBACEX, S.A.	2
FOMENTO DE CONSTR. Y CONTRATAS S.A.	2	TUBOS REUNIDOS, S.A.	2
GENERAL DE ALQUILER DE MAQUINARIA S.A.	2	URBAS GRUPO FINANCIERO, S.A.	7
GESTAMP AUTOMOCION, S.A.	2	VIDRALA, S.A.	3
GLOBAL DOMINION ACCESS, S.A.	6	VISCOFAN, S.A.	3
GRIFOLS, S.A.	3	VOCENTO, S.A.	4
GRUPO EMPRESARIAL SAN JOSE, S.A.	2	ZARDOYA OTIS, S.A.	4
GRUPO EZENTIS, S.A.	6		
IBERDROLA, S.A.	1		

Fuente: Elaboración propia.

Tabla A2. Grupos que encontramos en la muestra.

Grupo	Actividad	Grupo	Actividad
1	Petróleo y Energía	4	Servicios de consumo
2	Mat. Básicos, Industria y Construcción	6	Tecnología y Telecomunicaciones
3	Bienes de consumo	7	Servicios inmobiliarios

Nota: El grupo 5 es el referente a servicios financieros que excluimos de nuestra muestra.

Fuente: Elaboración propia a partir de la clasificación de IGBM.

Tabla A3. Listado de empresas de la muestra con mayor PMUJCJ.

EMPRESA	PMUJCJ	AÑO
ABENGOA, S.A.	33,33%	2020
ACERINOX, S.A.	33,33%	2020
ADOLFO DOMINGUEZ, S.A.	37,50%	2018
ADOLFO DOMINGUEZ, S.A.	50,00%	2019
ADOLFO DOMINGUEZ, S.A.	57,14%	2020
AENA, S.M.E, S.A.	33,33%	2020
ALMIRALL, S.A.	36,36%	2020
ATRESMEDIA CORP. DE MEDIOS DE COM., S.A.	33,33%	2018
ATRESMEDIA CORP. DE MEDIOS DE COM., S.A.	33,33%	2019
ATRESMEDIA CORP. DE MEDIOS DE COM., S.A.	33,33%	2020
PROSEGUR CASH, S.A.	33,33%	2018
PROSEGUR CASH, S.A.	33,33%	2019
PROSEGUR CASH, S.A.	33,33%	2020
CELLNEX TELECOM, S.A.	33,33%	2018
CELLNEX TELECOM, S.A.	33,33%	2019
CELLNEX TELECOM, S.A.	36,36%	2020
CIA. DE DIST. INTEG. LOGISTA HOLDINGS	41,67%	2020
CONSTRUCC. Y AUX. DE FERROCARRILES, S.A.	36,36%	2020
DURO FELGUERA, S.A.	33,33%	2019
EBRO FOODS, S.A.	38,46%	2018
EBRO FOODS, S.A.	38,46%	2019
EBRO FOODS, S.A.	35,71%	2020
EDREAMS ODIGEO, S.A.	33,33%	2020
ERCROS S.A.	40,00%	2018
ERCROS S.A.	40,00%	2019
ERCROS S.A.	33,33%	2020
FAES FARMA, S.A.	37,50%	2019
FAES FARMA, S.A.	37,50%	2020
GENERAL DE ALQUILER DE MAQUINARIA S.A.	33,33%	2019
GENERAL DE ALQUILER DE MAQUINARIA S.A.	33,33%	2020
GRUPO EZENTIS, S.A.	40,00%	2018
GRUPO EZENTIS, S.A.	40,00%	2019
GRUPO EZENTIS, S.A.	44,44%	2020
IBERDROLA, S.A.	35,71%	2018
IBERDROLA, S.A.	42,86%	2019
IBERDROLA, S.A.	35,71%	2020

EMPRESA	PMUJCJ	AÑO
INDRA SISTEMAS, S.A., SERIE A	38,46%	2020
INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL, S.A. "INDITEX"	36,36%	2019
INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL, S.A. "INDITEX"	36,36%	2020
INTERNATIONAL CONSOLIDAT. AIRLINES GROUP	33,33%	2018
INTERNATIONAL CONSOLIDAT. AIRLINES GROUP	33,33%	2019
INTERNATIONAL CONSOLIDAT. AIRLINES GROUP	41,67%	2020
LIBERTAS 7, S.A.	37,50%	2020
MERLIN PROPERTIES, SOCIMI, S.A.	33,33%	2018
MERLIN PROPERTIES, SOCIMI, S.A.	33,33%	2019
MERLIN PROPERTIES, SOCIMI, S.A.	35,71%	2020
NICOLAS CORREA, S.A.	42,86%	2018
NICOLAS CORREA, S.A.	42,86%	2019
NICOLAS CORREA, S.A.	42,86%	2020
PHARMA MAR, S.A.	36,36%	2020
PRIM, S.A.	44,44%	2020
REALIA BUSINESS, S.A.	57,14%	2018
REALIA BUSINESS, S.A.	50,00%	2019
REALIA BUSINESS, S.A.	50,00%	2020
RED ELECTRICA CORPORACION, S.A.	41,67%	2018
RED ELECTRICA CORPORACION, S.A.	41,67%	2019
RED ELECTRICA CORPORACION, S.A.	50,00%	2020
RENTA CORPORACION REAL ESTATE, S.A.	33,33%	2018
RENTA CORPORACION REAL ESTATE, S.A.	33,33%	2019
RENTA CORPORACION REAL ESTATE, S.A.	33,33%	2020
REPSOL, S.A.	33,33%	2019
REPSOL, S.A.	33,33%	2020
SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY, S.A.	46,15%	2018
TR HOTEL JARDIN DEL MAR, S.A.	40,00%	2018
TR HOTEL JARDIN DEL MAR, S.A.	40,00%	2019
TR HOTEL JARDIN DEL MAR, S.A.	40,00%	2020
TUBACEX, S.A.	33,33%	2019
TUBACEX, S.A.	33,33%	2020
ZARDOYA OTIS, S.A.	36,36%	2019
ZARDOYA OTIS, S.A.	42,86%	2020

Fuente: Elaboración propia.